

2021 年 08 月 15 日

绿岛风 (301043.SZ)

新风行业发展正当时，室内通风巨头迎春风

■新风系统行业处于快速发展阶段，未来 600 亿市场规模可期：和欧美发达国家相比，我国新风系统的渗透率较低。2013-2020 年，我国新风系统市场的 CAGR 为 32.3%，成长性显现。受益于室内空气质量政策趋严、疫情后消费者对室内空气质量重视程度提高以及新风精装修渠道崛起，新风系统渗透率提升潜力巨大。我们预计 2025 年新风市场规模将突破 600 亿元，2020-2025 年的 CAGR 为 27.3%。公司精准定位新风系统赛道，未来将享受行业快速增长红利。

■公司产品线丰富，产品性价比优势明显：公司是行业内少数全面覆盖室内通风市场主要产品的品牌厂商。公司产品覆盖新风系统、风幕机等上百个系列、数千种型号，可满足客户的多样化需求。公司重视产品应用场景的多样性开发，产品在风量、尺寸、功能等方面的选择范围广阔，下游应用领域广泛。和同行业其他品牌相比，公司新风系统产品性价比优势明显。这有助于公司吸引到价格敏感型消费者，快速扩大新风零售市场份额。

■公司通过经销渠道覆盖的终端销售网点遍布全国各主要城市，且公司不断推动渠道下沉。公司工程渠道收入占比较高，“绿岛风”品牌在房地产企业、建筑安装公司中的知名度较高。公司经销商和下游工程客户的长期合作关系有助于公司开拓毛坯房新风市场和商用新风市场。

■原材料采购+自主生产+生产自动化打造成本优势：1) 公司的规模优势和集中采购提高了对上游的议价能力，有效降低原材料采购成本；2) 公司在电机、交换芯体、滤网等新风产品核心部件上拥有核心技术且实现高度自主生产；3) 公司拥有现代化生产基地，不断提升各生产环节的自动化水平，降低人工成本。

■募投项目将推动公司发展迈上新台阶：募投项目达产后，将新增年 30 万台的新风类产品产能，突破产能瓶颈。同时公司将通过募投项目提升研发能力，拓展营销渠道的深度和广度，提高绿岛风品牌的知名度。

■投资建议：公司作为国内室内通风行业的领导者，精准定位新风系统赛道。公司拥有丰富的产品线、领先的室内通风技术、广泛的经销网络和高效的生产制造能力，未来业绩快速增长潜力大。我们预计公司 2021~2023 年 EPS 为 1.43/1.76/2.04 元。结合绝对估值结果，参考可比公司估值，我们给予公司 2021 年 35X 的 PE 估值，6 个月目标价为 50.08 元/股，首次覆盖给予买入-A 的投资评级。

■风险提示：新风系统普及率不及预期、新风系统行业竞争加剧、原材料价格大幅上涨、经销模式管理风险。

(亿元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	4.3	4.1	5.2	6.2	7.2
净利润	0.7	0.7	1.0	1.2	1.4
每股收益(元)	1.01	1.04	1.43	1.76	2.04
每股净资产(元)	3.47	4.05	24.25	25.48	26.91

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	-	-	27.0	22.0	19.0
市净率(倍)	-	-	1.6	1.5	1.4
净利润率	15.90%	17.09%	18.72%	19.37%	19.38%
净资产收益率	28.99%	25.56%	5.90%	6.89%	7.58%
股息收益率	-	-	1.11%	1.36%	1.58%
ROIC	43.29%	42.02%	56.39%	24.22%	25.50%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

家电

 投资评级 **买入-A**
首次评级

 6 个月目标价：**50.08 元**

 股价 (2021-08-13) **38.70 元**

交易数据

总市值(百万元)	2631.60
流通市值(百万元)	657.90
总股本(百万股)	68.00
流通股本(百万股)	17.00
12 个月价格区间	38.34/40.58 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
-----	----	----	-----

张立聪

分析师

 SAC 执业证书编号：S1450517070005
 zhanglc@essence.com.cn

相关报告

内容目录

1. 投资要点	6
1.1. 核心观点	6
1.2. 有别于市场的观点	6
2. 室内通风行业领军企业	6
3. 新风行业发展提速，未来成长空间广阔	8
3.1. 聚焦室内空气质量，新风系统优势凸出	8
3.2. 政策引导、健康意识、精装修合力驱动，行业迎来高速成长期	9
3.3. 新风渗透率提升潜力巨大，未来5年600亿市场规模可期	12
4. 行业竞争格局分散，静待龙头诞生	17
4.1. 新风行业内企业数量众多，行业未形成稳定格局	17
4.2. 短期竞争聚焦营销和精装渠道，长期竞争回归综合维度	18
5. 多维驱动，行稳致远	22
5.1. 产品线丰富，产品性价比优势凸显	22
5.2. 经销网络成熟广阔，借力经销商开拓零售和工程渠道	25
5.3. 研发体系完备高效，技术实力行业领先	27
5.4. 采购优势+核心部件自主生产+生产自动化铸就成本领先	29
5.5. 树立专业化品牌形象，积累市场认可度	32
6. 财务分析	33
6.1. 高毛利率+低费用率驱动盈利能力上行	33
6.2. 运营能力较好	34
6.3. 现金流状况良好	35
7. 募投项目有序投放，助力业绩稳健增长	36
8. 盈利预测与估值分析	37
8.1. 盈利预测	37
8.2. 费用假设	38
8.3. 估值	39
9. 风险提示	41

图表目录

图 1：2017-2020 年绿岛风营业收入	6
图 2：2017-2020 年绿岛风净利润	6
图 3：2017-2020 年绿岛风主营业务收入按产品拆分	7
图 4：公司股权结构图（IPO 后）	7
图 5：新风系统原理图	8
图 6：芬兰新建住宅新风系统渗透率演变情况	9
图 7：国内甲醛超标新闻频发	11
图 8：雷神山医院的新风设计图	11
图 9：疫情后新风系统的搜索指数走高	11
图 10：地产精装房规模和精装渗透率	12

图 11: 精装修新风系统配套规模及配套率	12
图 12: 换气设备在欧洲各国新建住宅中的渗透率	12
图 13: 欧盟国家换气设备销售量及销售额	12
图 14: 2013-2020 新风系统市场规模及增长率	13
图 15: 2018 年新风行业下游市场	13
图 16: 新风系统行业销量渠道结构	13
图 17: 预计 2025 年新风市场下游占比	17
图 18: 预计 2021-2025 年各新风细分市场的 CAGR	17
图 19: 新风系统行业企业梯队	18
图 20: 新风企业开设抖音账号	19
图 21: 新风企业开展直播活动	19
图 22: 新风企业终端零售网点数量	20
图 23: 新风企业推出的商用新风机	21
图 24: 新风企业提供的维修保养服务	21
图 25: 行业主流品牌新风系统产品价格对比	22
图 26: 线上新风市场产品功能占比	22
图 27: 绿岛风新风方案云设计软件界面	23
图 28: 公司安装团队施工图	23
图 29: 各新风企业新风产品的最小和最大新风量范围(取以 10 为底的对数)	24
图 30: 公司营业收入按渠道拆分	25
图 31: 公司经销商数量变动及零售类经销商收入	26
图 32: 2017-2020 年公司各区域经销商数量变动	26
图 33: 2017-2020 年公司工程代理类经销商及占比	26
图 34: 2017-2020 年公司工程渠道收入及占比	26
图 35: 室内通风企业专利数量	27
图 36: 绿岛风获得的技术认证	27
图 37: 新风系统内部结构图	27
图 38: 公司研发费用及研发费用占营业收入比例	28
图 39: 公司研发人员数量及研发人员占比	28
图 40: 各新风品牌吊顶式全热新风机价格和成本对比	29
图 41: 2017-2020 年公司产品成本结构	30
图 42: 公司原材料采购金额	30
图 43: 公司自制产品成本占主营业务成本的比例高	30
图 44: 公司新风交换机成本结构中直接材料占比下降	30
图 45: 高效过滤网价格对比	31
图 46: 全热交换芯体价格对比	31
图 47: 公司在各生产环节的生产自动化情况	31
图 48: 新风企业成立或新风品牌进入中国市场时间	32
图 49: 绿岛风户外宣传推广稳步提升	32
图 50: 绿岛风高铁站广告宣传	32
图 51: 绿岛风毛利率高于行业平均水平	33
图 52: 2017-2020 年绿岛风新风系列产品毛利率情况	33
图 53: 绿岛风期间费用率低于同行业可比公司	34
图 54: 2017-2020 年绿岛风费用率情况	34
图 55: 绿岛风 ROE 高于同行业可比公司	34

图 56：2017-2020 年应收账款周转率同行业比较.....	35
图 57：2017-2020 年存货周转率同行业比较.....	35
图 58：2017-2020 年公司账面现金和经营活动现金流.....	35
图 59：销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入对比.....	35
表 1：公司产品矩阵.....	6
表 2：新风系统独特的优势.....	8
表 3：新风系统分类.....	9
表 4：我国住宅室内环境、空气质量相关政策.....	10
表 5：国内新风系统商用市场规模预测.....	14
表 6：国内新风系统住宅市场规模预测.....	16
表 7：国内新风系统整体市场规模预测.....	17
表 8：主要新风企业或品牌情况.....	18
表 9：各品牌 250m ³ /h 风量吊顶式新风机性能参数对比(最低档位情况).....	20
表 10：绿岛风新风产品的功能.....	22
表 11：公司产品近年代表性的应用场景项目.....	24
表 12：公司和外部研发机构的合作研发项目.....	28
表 13：公司募投项目简介.....	36
表 14：收入分类预测表.....	38
表 15：绿岛风 FCFE DCF 模型中的关键假设及估值（2021.8.13）.....	39
表 16：绿岛风 FCFE DCF 模型敏感性分析（单位：元）.....	39
表 17：可比公司估值表.....	39

1. 投资要点

1.1. 核心观点

- 新风系统行业发展正当时，未来 5 年 600 亿市场规模可期：和欧美发达国家相比，我国新风系统的渗透率较低。2013-2020 年，我国新风系统市场规模的 CAGR 为 32.3%，呈现高速发展势头。2020 年疫情显著提高了消费者对环境健康的重视程度，消费者对新风系统的认知上升到了新的阶段。从 2020 年起，北京、上海、江苏等多个省市纷纷出台新标准，建议或要求住宅安装新风系统。我们认为，受益于室内空气质量政策趋严、疫情后消费者对室内空气质量重视程度提高以及新风精装修渠道崛起，国内新风系统的渗透率将进入加速提升阶段。我们预计，2025 年新风市场规模将突破 600 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 27.3%。从新风各细分市场增速来看，存量住宅新风市场商用新风市场 CAGR 超过 40%；商用新风市场和毛坯房新风市场 CAGR 超过 20%。
- 目前国内新风行业集中度偏低，公司有望凭借产品+渠道+品牌多重优势快速提高市场份额。国内新风行业还未经洗牌阶段，中小品牌偏多。产品性价比、多元化渠道布局和营销宣传是短期内行业竞争的重要维度。公司新风产品不仅品类丰富、质量稳定，而且和同行业其他品牌相比价格优势明显。这有利于公司率先吸引到价格敏感型消费者，扩大新风零售市场份额。公司新风产品的风量选择范围广、应用场景多样化，有利于公司享受商用新风市场高速增长红利。公司经销商数量达 361 个，近年保持快速增长趋势。公司通过经销渠道覆盖的终端销售网点遍布全国主要城市。公司募投项目“营销网络建设项目”将投入近 2 亿元用于建设 15 家区域体验中心店和 5180 家经销网点，并通过广告投放、明星代言等方式进行品牌推广。这将进一步强化公司在线下渠道的优势，提高终端消费者对绿岛风品牌的认可度。公司重视工程渠道拓展，工程渠道收入占比较高。“绿岛风”品牌在房地产企业、建筑安装公司、工业商业企业中的知名度较高。经销商和下游工程客户的长期合作关系有助于公司开拓毛坯房新风市场和商用新风市场。

1.2. 有别于市场的观点

- 部分投资人认为公司产品结构单一，业务增长容易陷入瓶颈。我们认为，公司品类扩张能力较强，产品下游需求多点开花。公司从创立初期的电风扇起步，拓展到风幕机，逐步发展到换气扇、浴霸，再延伸至风机、新风交换机等新风系列产品。目前公司已建立起完整的通风系统产品矩阵，产品覆盖新风系统、风幕机等上百个系列、数千种型号，能满足客户的多样化需求。公司每一次成功的品类扩张不仅需要敏锐的市场嗅觉，还有赖于深厚的技术积累、成熟广阔的经销网络、高效率 and 低成本的生产制造能力、品牌知名度等多方面的协同。公司丰富的产品结构不仅能满足下游应用领域的多样化需求，实现收入多点开花，还能增强公司对下游单个行业波动的风险抵御能力。
- 部分投资人认为通风产品技术含量不高，行业内产品同质化程度高，公司利润率低。但是 2017-2020 年公司的毛利率和净利率不仅高于同属大通风行业的亿利达等可比公司，还高于格力、美的等空调行业龙头。我们认为，公司较高的盈利能力来自于技术实力、成本优势和费用控制能力。1) 公司是行业内少数具有综合研发实力的专业室内通风厂商，在电机、叶轮、控制系统等通用构件技术领域有着深厚的积累。通风产品应用场景多样化，细分品类繁多。公司能依据客户对风量、风压、功率、降噪等个性化需求进行产品定制化设计和生产，享受产品溢价。2) 公司产销量在行业内处于前列，规模优势和集中采购提高了公司对上游供应商的议价能力，从而有效降低原材料采购成本。公司在电机、叶轮、交换芯体等通风产品零部件上实现高度自主生产。公司拥有现代化生产基地，不断提高供应链管理效率和生产自动化水平，减少人工成本和物流损耗。3) 公司费用控制能力优秀，近年期间费用率维持在 18% 左右，低于同行业公司平均水平。

2. 室内通风行业领军企业

绿岛风深耕室内通风市场，产品矩阵全面。公司主营室内通风系统产品，致力于提供智能化、定制化、一体化室内通风系统解决方案。公司主要产品覆盖新风系列产品、风幕机两大品类，其中新风系列产品包括新风交换机、工业风机、建筑风机、换气扇等多个品种的上百个系列、数千种型号。

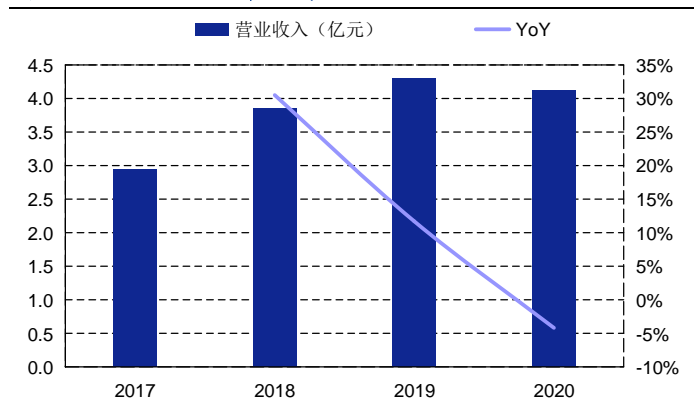
表 1：公司产品矩阵

产品线	2020 年收入占比	图示
新风交换机	10.6%	PM2.5新风系统 墙式除霾新风机 新风一体机
新风系列产品		
工业风机	9.7%	混流通风机 管道通风机
建筑风机	9.6%	柜式离心风机 空调离心风机
换气扇	41.4%	炫风管道换气扇 塑料管道换气扇
风幕机	22.6%	离心式风幕机 贯流式风幕机
其他产品	6.1%	浴霸 电风扇

资料来源：公司官网，京东，安信证券研究中心

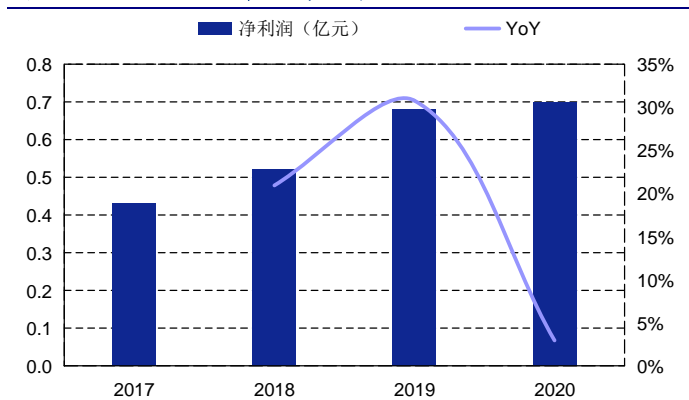
近年公司收入业绩稳健增长。2017-2020 年，公司营业收入由 3.0 亿元增长至 4.1 亿元，CAGR 为 11.8%；净利润由 0.4 亿元增长至 0.7 亿元，CAGR 为 17.6%。受益于消费者对室内空气质量重视程度提高和国内新风系统市场快速扩容，2017-2020 年公司新风系列产品收入占主营业务收入的比重由 66.5%提高至 71.3%，是驱动公司业绩增长的主要动力。

图 1：2017-2020 年绿岛风营业收入



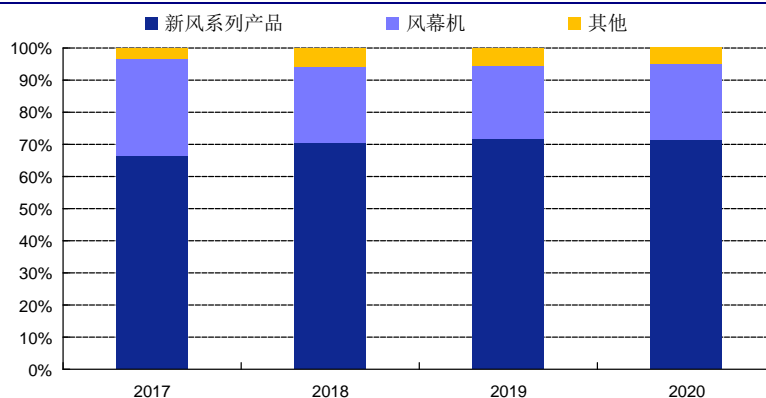
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 2：2017-2020 年绿岛风净利润



资料来源：Wind，安信证券研究中心

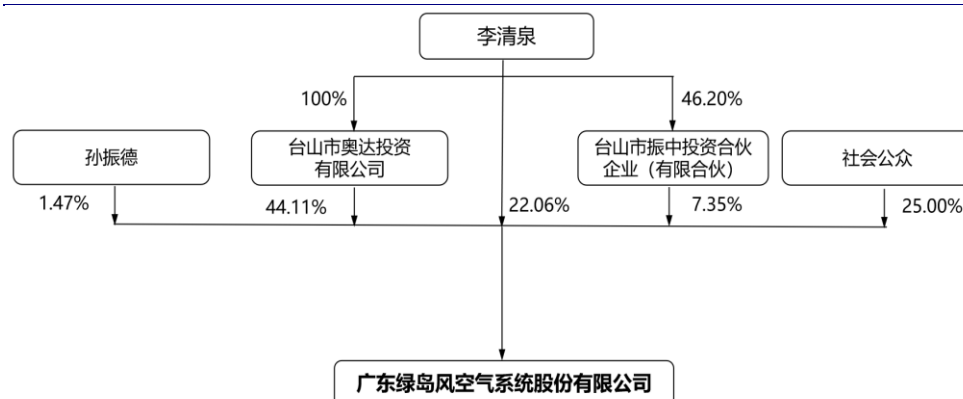
图 3：2017-2020 年绿岛风主营业务收入按产品拆分



资料来源：Wind，安信证券研究中心

公司股权结构集中稳定，员工股权激励到位。本次发行后公司总股份为 6,800 万股。李清泉合计控制公司 73.5% 的股权，且担任公司董事长、总经理，是公司实际控制人。为了激励公司核心骨干和中高层管理级员工，公司设立了员工持股平台——振中投资。朱道、解博超等 18 名员工通过振中投资持有公司 3.9% 的股权，实现了公司、股东和员工利益长期绑定。

图 4：公司股权结构图（IPO 后）



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

时至今日，公司发展主要经历了三个阶段：

- 1) 1992-2008 年——前期积累阶段：1992 年，李清泉之父李振中创立港益电器，将产业扩展至室内通风产品的研发、生产和销售。1997 年，港益电器正式注册了“NEDFON 绿岛风”商标，开启了品牌发展之路。2001 年，绿岛风牌风幕机产品上市。
- 2) 2009-2017 年——内部整合阶段：2009 年，李清泉成立了公司的前身广东绿岛风室内空气系统科技有限公司，确立以绿岛风为品牌运营主体的战略架构。为了解决公司运营主体名称与产品品牌名称不一致的问题，公司于 2013 年对港益电器进行同一控制下的吸收合并，港益电器的相关业务、全体员工、所有资产负债由公司承接。
- 3) 2018 年至今——快速发展阶段：2018 年公司进行了股份制改革，更名为广东绿岛风空气系统股份有限公司。2018 年公司员工人数突破 1000 人，营业收入突破 3 亿元。未来随着室内通风行业不断发展，公司上市募集资金投资项目逐步实施，公司业务规模将进一步扩大。

3. 新风行业发展提速，未来成长空间广阔

3.1. 聚焦室内空气质量，新风系统优势凸出

室内通风换气重要性凸显。随着移动互联网、5G、云计算等信息技术快速发展，人们大部分活动都可以在室内进行，人们室内活动时间越来越长。室内空气质量成为影响人们身体健康和生活质量的关键因素。通风换气是改善室内空气质量最经济、有效的方法。室内通风换气主要依靠自然通风和机械通风实现。受室外噪音、灰尘、空气污染等因素的限制，自然通风远远无法满足现代建筑的通风需求，以新风系统产品为代表的机械通风系统发展前景广阔。新风系统是由送风系统和排风系统组成的一套独立空气处理系统。新风系统通过新风机净化室外空气引入室内，通过管道将室内污浊空气排出，实现室内外空气循环，达到净化室内空气质量、保持室内空气新鲜度的效果。

图 5：新风系统原理图



资料来源：泽风官网，安信证券研究中心




和空气净化产品相比，新风系统在改善室内空气质量方面有独特的优势。从安装方式看，新风系统产品主要分为吊顶式、壁挂式、立柜式等。不同类型的新风系统在风量、性能特点及适用场景等方面存在一定差异。吊顶式需要在建筑物装修施工过程中安装，而壁挂式和立柜式更适用于已装修过的建筑物，安装过程对建筑物原有装修的改动较小。

表 2：新风系统独特的优势

新风系统的优势	介绍
持续提供新鲜洁净空气。	新风系统换气量大，有合理的压力场和气流路径，可源源不断将室外空气经过净化后送入各个功能区域，同时有效过滤空气中的 PM2.5 等有害物质。
驱除有害气体	新风系统可以驱除油烟异味、CO2、香烟味、细菌、病毒等各种不健康或有害气体。
防霉除异味	新风系统可以将室内潮湿污浊空气排出，防止发霉和滋生细菌，有利于延长建筑及家具的使用寿命。
低噪音	新风系统运行无需开窗，可将噪声影响拒之门外，让居室环境更静谧。
绿色节能	新风系统内置全热交换模块的风机，可通过高效热回收达到节能效果，减少室内的冷源和热源的能耗损失。

资料来源：霍尔新风官网，安信证券研究中心

表 3：新风系统分类

分类	优点	缺点	适用场景	图片示意
吊顶式	可选风量范围较广、不占用生活空间、整体效果美观	安装复杂、风管道清洗有难度	适合商业、工业、住宅公寓、市政基建等各种大中型场所	
壁挂式	安装便捷、后期新风机保养及更换滤芯方便	风量较小、需要一房多机	适合住宅、酒店的单个房间、小型超市、餐厅	
立柜式	风量相对壁挂式更大、外型美观、后期新风机保养及更换滤芯较方便	需要一房多机、占用生活空间	适合住宅、别墅、酒店、教室、会议室等较大面积房间	

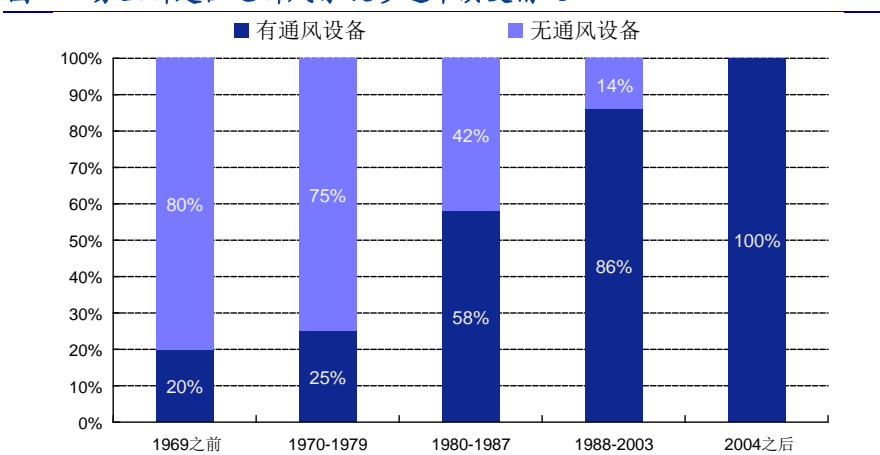
资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

3.2. 政策引导、健康意识、精装修合力驱动，行业迎来高速增长期

(1) 国内政策趋严，行业享受政策红利

新风系统在欧美发达国家的高渗透率源于严格的室内空气质量、住宅通风节能等政策标准。我们可以从芬兰新风行业的发展历程中窥见政策对新风系统普及的推动作用：20 世纪 80 年代之前芬兰新建住宅通风设备的渗透率不到 30%。1987 年，芬兰颁布了《国家建筑法规》，其中明确了住宅的最低新风量要求，规定了检查管道系统气密性、测量通风设备送风量和排风量的义务。到 20 世纪初，芬兰新建住宅通风设备的渗透率超过 80%。2003 年，芬兰修订了《国家建筑法规》，进一步将新建住宅卧室和客厅的最低新风量要求由 4 l/(s·人) 提高到 6 l/(s·人)，同时要求通风设备的热回收效率在 30% 以上。2004 年后，芬兰新建住宅通风设备的渗透率达到 100%。

图 6：芬兰新建住宅新风系统渗透率演变情况



资料来源：REHVA，安信证券研究中心

和发达国家相比，我国针对住宅通风、室内空气质量的政策建设较为滞后。但从 2018 年起，我国室内环境政策密集出台，新风系统相关标准也逐渐完善。2018 年，住建部出台了《住宅新风系统技术标准》，从设计、施工、验收等各个环节对住宅新风系统的技术进行规定。2020 年 1 月，住建部发布了严格的室内环境标准《民用建筑工程室内环境污染控制标准》，其中规定“夏热冬冷地区，严寒及寒冷地区等采用自然通风的 I 类民用建筑最小通风换气次数不应低于 0.5 次/h，必要时应采取机械通风换气措施。”

在国家室内环境标准趋严的背景下，北京、上海、江苏等多个省市也纷纷出台新标准，建议或要求安装新风系统，积极响应国家政策和公众对改善室内空气质量的要求。其中，江苏省在 2020 年发布的新版《住宅设计标准》中要求住宅设置新风系统或新风装置；北京市在 2020 年发布的新版《住宅设计标准》中，明确要求新楼盘要预留新风安装位置。由此可见，地方性政策对住宅设置新风系统的要求更高。预计全国将会有越来越多的地区发布新风系统相关的政策要求。新冠疫情爆发后，国家出台了《新冠肺炎疫情期间办公场所和公共场所空调通风系统运行管理卫生规范》等多项针对性标准、指引，着重强调新风系统的重要性。诸多政策性红利为新风系统行业未来在公共场所的发展指明了方向。

表 4：我国住宅室内环境、空气质量相关政策

时间	出台部门	政策	政策内容
2012	住房和城乡建设部	《民用建筑供暖通风与空气调节设计规范》	· 公共建筑主要房间每人所需最小新风量应符合一定标准。 · 高密人群建筑设计最小新风量宜按照不同人员密度下的每人所需最小新风量确定。
2018	住房和城乡建设部	《住宅新风系统技术标准》	· 从设计、施工、检验调试及验收等各个环节对住宅新风系统的技术进行规定。 · 规定“当符合下列条件之一时，住宅应设置新风系统：住宅自然通风无法满足通风换气要求；室外污染严重；住宅不具备自然通风条件”。
2019	上海市住房和城乡建设管理委员会发布	上海市《住宅设计标准》	· 供暖室内设计温度、空调室内设计温度、相对湿度和采用集中空调系统的最小新风量应符合现行国家标准《民用建筑供暖通风与空气调节设计规范》的规定。 · 无集中新风系统的住宅新风换气次数宜为 1 次/h。 · 户式集中新风系统设计应符合现行行业标准《住宅新风系统技术标准》的规定。
2020	住房和城乡建设部	《民用建筑工程室内环境污染控制标准》	· 采用集中空调的民用建筑工程，新风量应符合现行国家标准《民用建筑供暖通风与空气调节设计规范》的有关规定。 · 夏热冬冷地区，严寒及寒冷地区等采用自然通风的 I 类民用建筑最小通风换气次数不应低于 0.5 次/h，必要时应采取机械通风换气措施。
2020	北京市市场监督管理局、北京市规划和自然资源委员会	北京市《住宅设计标准》	· 住宅宜设置机械通风系统。 · 新建居住建筑应预留新风系统的安装位置
2020	江苏省住房和城乡建设厅	江苏省《住宅设计标准》	· 每套住宅应设置有组织的新风系统或新风装置。 · 住宅设置集中空调或户式中央空调时，应设置带过滤装置的新风系统，通风量不宜小于 0.5 次/时确定

资料来源：公司招股说明书，各地方政府网站，安信证券研究中心

注：I 类民用建筑工程包括住宅、医院、老年建筑、幼儿园、学校教室等民用建筑工程。

（2）后疫情时代，消费者健康意识觉醒

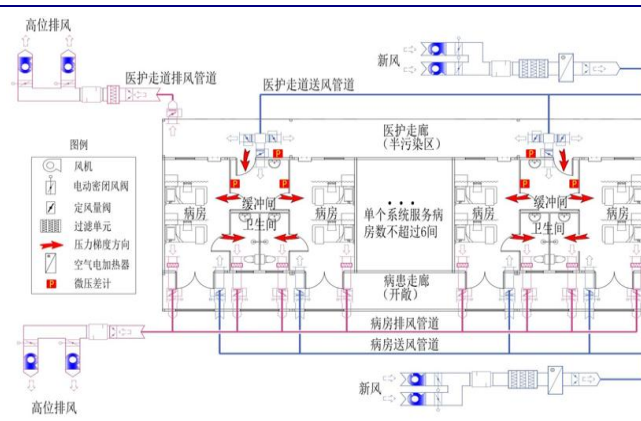
疫情催化消费者健康意识的觉醒。随着我国居民可支配收入的提高和消费理念的升级，消费者对于室内环境的要求不再仅限于舒适的温度，更关注通风情况、空气质量对人体健康和生活品质的影响。2013 年我国遭遇严重雾霾天气，全国平均雾霾天数达 29.9 天，创 52 年来之最。越来越多家庭迫切需要能有效解决室内空气质量问题的方法，主打除雾霾功能的各类新风系统产品逐渐走进普通家庭。2018 年长租公寓甲醛中毒事件、校园甲醛超标等室内装修污染事件频发，消费者进一步认识到新风系统并非只能除雾霾，还能把甲醛、苯、氨等污染物排出室外，是治理室内空气污染的有效方法。

图 7：国内甲醛超标新闻频发



资料来源：央视网，安信证券研究中心

图 8：雷神山医院的新风设计图

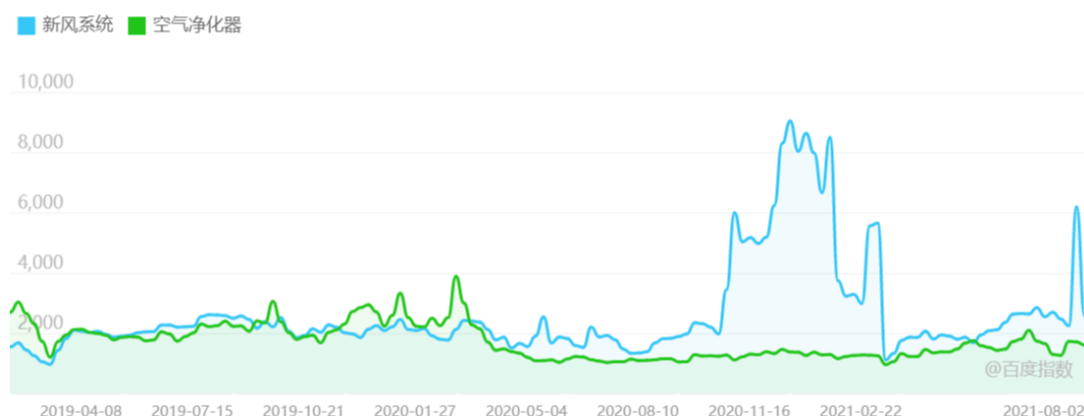


资料来源：中国暖通空调网，安信证券研究中心

疫情凸显新风重要性，全民聚焦呼吸健康。2020 年爆发的新冠疫情来势汹汹，“戴口罩，勤洗手，多通风”成为了媒体中出现频次最多的词汇。中国疾控中心专家认为，如果开启中央空调需要安装新风系统。用于隔离重病患者的火神山医院等医院为了保证流经医护人员处的空气受最小程度受污染，采用了负压新风系统。新风系统企业对医院的大力捐赠和医学专家的科普使新风系统产品热度不减。根据百度指数的统计结果，2020 年疫情爆发以来“新风系统”的搜索指数走高且高于“空气净化器”的搜索指数。奥维云网发布的《2020 年中国健康家电白皮书》显示，有 92% 的消费者在选购家电时会特别关注饮食健康、空气健康等健康功能，而新风系统更是以 61% 的比例跻身消费者认知度前五位的健康家电品类。我们认为，2020 年疫情显著提高了消费者对生活环境健康的重视程度，消费者对新风系统的认知上升到了新的阶段。

图 9：疫情后新风系统的搜索指数走高

地域范围 全国 设备来源 PC+移动 时间范围 2019-01-01 ~ 2021-08-07



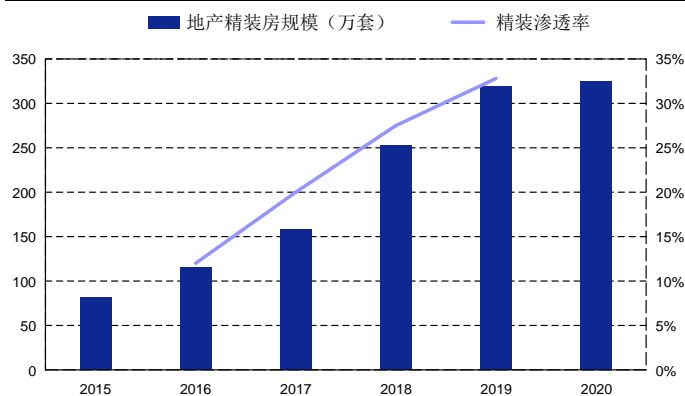
资料来源：百度指数，安信证券研究中心

(3) 精装修大势所趋，新风精装修市场潜力巨大

近年来我国大力推行精装房，精装政策密集出台。根据奥维云网，2019 年我国精装修项目总规模达到 319 万套，精装房渗透率达到 32%，提前完成国家 30% 的指标。参照美国、日本等发达国家超过 80% 的精装修渗透率，我国精装房渗透率还有一倍以上空间。

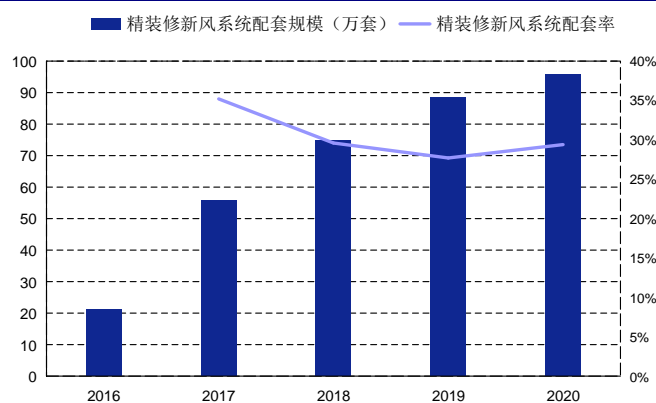
新风系统成为精装房配套新宠，精装修渠道潜力巨大。随着消费者越来越关注居家舒适度和家庭空气质量，越来越多的地产精装修楼盘已安装好新风系统，作为楼盘的新卖点。奥维云网数据显示，2015-2020 年精装修新风系统配套规模由 21.2 万套增长至 95.8 万套，年均复合增速达到 45.87%；2020 年精装修新风系统配套率接近 30%。在精装房渗透率持续提升的背景下，精装修渠道将成为新风系统行业重要的出货通道。

图 10：地产精装房规模和精装渗透率



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

图 11：精装修新风系统配套规模及配套率

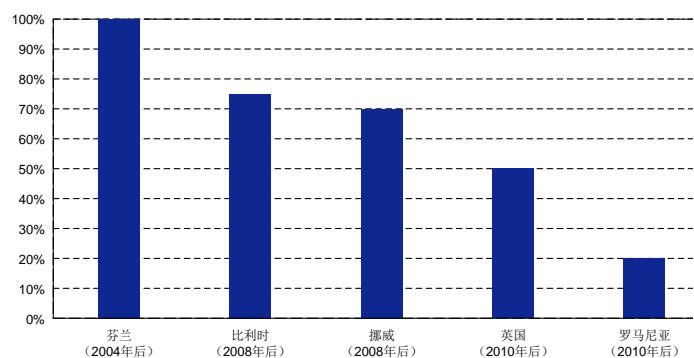


资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

3.3. 新风渗透率提升潜力巨大，未来 5 年 600 亿市场规模可期

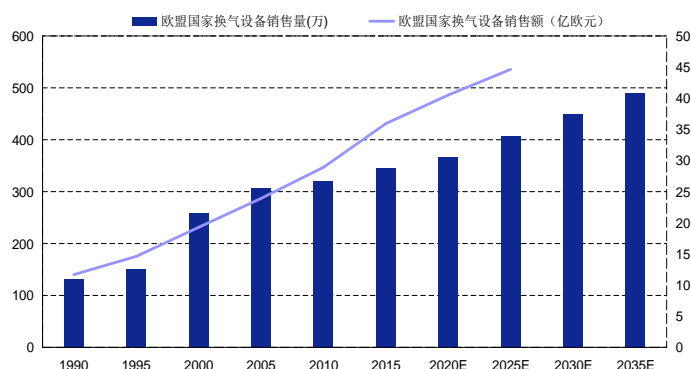
新风系统在欧美等发达国家的渗透率较高。从 20 世纪 70 年代起，欧美等发达国家的民众就开始关注室内空气质量问题，各种室内空气质量管理机构陆续成立，室内空气质量法规及标准也相继出台。空气渗透与通风中心 (AIVC) 数据显示，在瑞典、加拿大、荷兰等国家 1994 年后建造的住宅中，通风系统的渗透率分别达到了 100%、100%、80%。欧洲供热通风与空调协会 (REHVA) 数据显示，通风系统在芬兰 2004 年后建造的住宅中的渗透率达到 100%，在比利时和挪威 2008 年后建造的住宅中的渗透率分别达到 75%、70%。

图 12：换气设备在欧洲各国新建住宅中的渗透率



资料来源：REHVA，安信证券研究中心

图 13：欧盟国家换气设备销售量及销售额



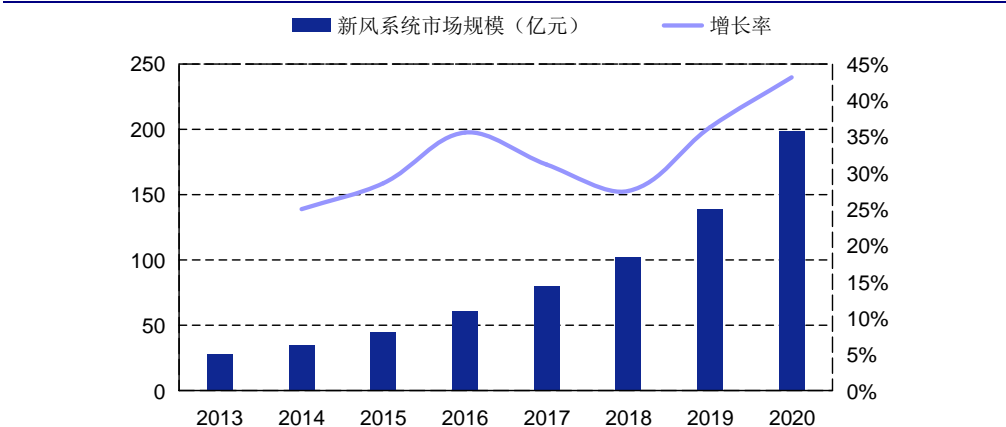
资料来源：Directorate-General for Energy，安信证券研究中心

国外新风市场体量可观，长期维持稳健增长。日本市场研究机构富士经济数据显示，2017 年日本换气设备的销售额达 1348 亿日元；2007-2017 年换气设备销售额的 CAGR 为 1.2%。欧盟能源总司数据显示，1990-2015 年欧盟国家换气设备的销售额由 11.7 亿欧元增长至 35.9 亿欧元，CAGR 为 4.6%。欧盟能源总司预计 2020-2030 年欧盟国家换气设备销售量的 CAGR 将达到 2.1%，在 2030 年将接近 450 万台。由于新风系统在欧美等国家的渗透率较高，新风

市场的增长速度维持在较低水平。

国内新风行业成长性显现，六年复合增速超 30%。新风系统行业在国内处于快速成长期，奥维云网数据显示，2013-2020 年新风行业销售额的年均复合增长率为 32.3%。在 2020 年疫情的催化下，新风系统受到消费者的追捧。2020 年新风系统行业销售量达 202 万套，同比增长 38.4%；销售额近 200 亿，同比增长 43.2%。

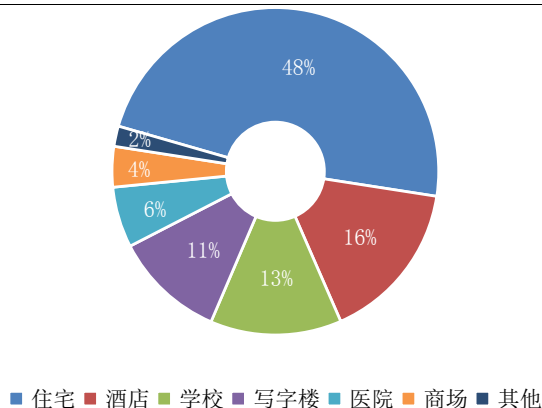
图 14：2013-2020 新风系统市场规模及增长率



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

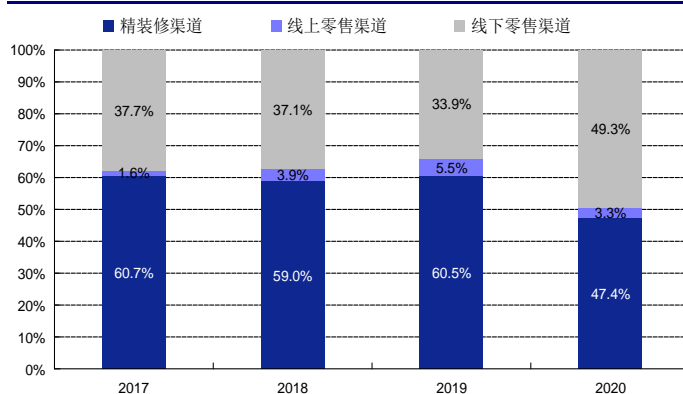
住宅市场是最主要的下游市场，线下零售渠道成长迅速。从 2018 年新风行业的下游市场来看，住宅市场的销量占比最高，接近 50%；酒店、学校、写字楼市场的销量占比在 20% 以下。从新风行业的渠道结构来看，线下零售渠道和精装修渠道仍占据主导地位。根据奥维云网数据和我们的测算，2017-2020 年线下零售渠道销量占比由 37.7% 提高至 49.3%；受疫情影响，2020 年精装修渠道销量占比下滑至 47.4%。

图 15：2018 年新风行业下游市场



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

图 16：新风系统行业销量渠道结构



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

我们认为国内新风系统行业的发展会经历以下三个阶段：

- 1) 市场教育阶段：行业渗透率低，整体市场规模较小，消费者对新风产品的认知程度随着非典、雾霾问题、甲醛房事件等外部事件冲击而提高。
- 2) 快速渗透阶段：2020 年疫情使消费者对新风系统的认知上升到了新高度。与此同时，新风系统正成为精装修楼盘的标配，学校、办公楼、医院等公共建筑在国家政策的引导下开始全面安装新风系统。我们预计 2025 年国内新风市场将突破 600 亿。在这一阶段新风行业将加速洗牌，实力较弱的中小企业被淘汰，头部企业的市场份额将显著提升。

3) 稳健增长阶段：长期来看，随着消费者对室内空气品质关注度的提高，住宅后装市场增长前景广阔，住宅市场需求和新风产品更新需求将支撑新风市场维持 5%左右的长期稳健增长。我们预计在这一阶段新风行业洗牌基本完成，头部新风企业将占据大部分市场份额。

我们通过预测住宅新风市场规模和商用市场规模来测算新风市场的整体规模：

商用新风市场方面，我们从医院、酒店、学校、写字楼、购物中心等商用新风系统的主要下游市场来测算新风系统的商用市场规模。我们假设：

1. 医院每间病房和诊室需要一套新风系统。医院是对通风换气要求最非常高的公共建筑之一。新风系统对减少病菌传播、提升空气质量、促进病人康复等有着重要的意义。2020 年疫情敲响了医院建筑防止传染性疾病及交叉感染的警钟。我们预计 2021-2025 年新风系统在各类医院和专业公共卫生机构中的渗透率将每年提高 0.5%~4.0%。
2. 酒店每套客房需要一套新风系统。酒店客房由于长期密闭，无法做到良好的通风换气。异味、潮气、烟味等污染物聚集在室内会严重影响客房空气质量。国内酒店行业竞争愈发激烈，安装了新风系统的酒店更容易吸引到顾客。我们预计 2021-2025 年新风系统在各类酒店中的渗透率将每年提高 0.2%~3.0%。
3. 学校每个班级需要一套新风系统。随着疫情后学校和家长对教室通风换气重视程度的提高以及各地开展新风系统进校园活动，我们预计 2021-2025 年新风系统在各类学校中的渗透率将每年提高 1.0%~4.0%。
4. 写字楼每 100 平方米需要一套新风系统。2020 年疫情加速提高了写字楼业主、租户对于办公场所空气质量和健康的关注度。我们预计 2021-2025 年新风系统在写字楼每 100 平方米中的渗透率每年提高 0.6%~2.0%。
5. 购物中心每 100 平方米需要一套新风系统。商场人流量大、环境密闭，空气污染较为严重。为了给顾客提供更好的购物体验，越来越多商场安装了新风系统。预计 2021-2025 年新风系统在全国购物中心面积每 100 平方米中的渗透率每年提高 0.6%~2.0%。
6. 室内体育场地每 100 平方米需要一套新风系统。室内体育场所人员密集，活动集中。采用新风系统能确保必要的通风换气次数，保证空气新鲜度。我们预计 2021-2025 年新风系统在室内体育场每 100 平方米中的渗透率每年提高 1.0%~2.0%。

表 5：国内新风系统商用市场规模预测

商用新风市场下游		2020 年下游市场 需求(万套)	2020 年 渗透率提高	2021 年 渗透率提高	2022 年 渗透率提高	2023 年 渗透率提高	2024 年 渗透率提高	2025 年 渗透率提高
医院	三级医院、专业公共卫生机构病房+诊室数	126.7	2.0%	3.0%	3.0%	4.0%	4.0%	4.0%
	二级医院病房+诊室数	104.5	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.0%
	一级医院病房+诊室数	24.5	0.5%	0.7%	0.9%	1.1%	1.3%	1.5%
酒店	五星级酒店客房数	110.6	2.0%	2.0%	2.5%	3.0%	3.0%	3.0%
	四星级酒店客房数	220.7	1.0%	1.5%	1.5%	2.0%	2.0%	2.0%
	三星级酒店客房数	281.0	0.2%	0.4%	0.4%	0.6%	0.6%	0.8%
学校	幼儿园班级数	157.1	2.0%	2.0%	3.0%	4.0%	4.0%	4.0%
	小学班级数	280.8	2.0%	2.0%	3.0%	4.0%	4.0%	4.0%
	初中班级数	104.4	1.5%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	4.0%
	高中班级数	79.9	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.0%
	高等教育班级数	80.0	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.0%
写字楼	全国写字楼面积 (m ²)	58960.0	0.3%	0.6%	1.0%	1.5%	2.0%	2.0%
购物中心	全国购物中心面积 (m ²)	53460.0	0.3%	0.6%	1.0%	1.5%	2.0%	2.0%
体育场地	全国室内体育场面积 (m ²)	8680.0	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.0%	2.0%

资料来源：卫生健康委员会，中国饭店协会，教育部，弗若斯特沙利文，国家体育总局，安信证券研究中心

住宅新风市场方面，考虑到目前新风系统渗透率低且价格昂贵，我们基于新增住宅市场需求和城镇地区的存量住宅市场需求来测算住宅新风市场规模。

(1) 我们假设 2021-2025 年全国住宅销售面积的增长率每年下降 0.5%，国内住宅平均面积为 95 平方米。考虑到奥维云网的数据主要以一二三线城市为样本，我们假设奥维云网的精装修渗透率数据适用于全国 70% 的住宅销售套数。

(2) 精装修新房市场：2017-2020 年我国精装修渗透率由 20% 提高到 30%，我们假设到 2025 年我国精装修渗透率提高至 45%。随着越来越多地产房企的精装修楼盘将新风系统作为健康住宅的标配，我们预计 2021-2025 年精装修新风系统配套率每年提高 2%。

(3) 毛坯房市场：从 2020 年起，北京、上海、江苏等多个省市纷纷出台新标准，建议或要求新建住宅安装新风系统。政策红利将推动新风系统成为现代健康住宅的标配。吊顶式新风系统的安装工程量较大，需要在装修前进行设计和规划，所以大部分有安装新风系统需求的业主会选择在装修前进行安装。我们预计 2021-2025 年新风系统在毛坯房的渗透率每年提高 1.0%。

(4) 存量住宅市场：假设 2019 年我国城镇居民户均人口数为 3 人/户，城镇居民户均拥有住房 1.5 套，2019 年我国城镇住宅数量为 42422 万套。如前文所述，和欧美发达国家相比，新风系统在我国住宅中的渗透率偏低，渗透率提升空间巨大。2020 年疫情显著提高了居民对空气健康的关注度和需求。能改善家庭空气质量、提升居家舒适度的新风系统将走进越来越多的家庭。预计 2021-2025 年新风系统在城镇居民住宅中的渗透率每年提高 0.2%~0.5%。

(5) 我们假设新住宅市场的新风系统以吊顶式为主，参考 2020 年吊顶式新风系统的线上均价，假设精装房市场新风系统的均价为 6500 元，毛坯房市场新风系统的均价为 11000 元。假设存量住宅市场的新风系统以壁挂式为主，参考壁挂式新风系统的线上均价，假设 2020 年存量住宅市场新风系统的均价为 8000 元。假设未来新风系统均价每年保持 3% 的增速。

表 6：国内新风系统住宅市场规模预测

		2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新增住宅市场需求	全国住宅销售面积（万平方米）	154878	159525	163513	166783	169285	170978
	全国住宅销售面积 yoy	3.2%	3.0%	2.5%	2.0%	1.5%	1.0%
	精装房（万套）	342	388	434	479	524	567
	精装房渗透率	30.0%	33.0%	36.0%	39.0%	42.0%	45.0%
	新风系统配套率	29.5%	31.5%	33.5%	35.5%	37.5%	39.5%
	精装市场销售量（万台）	101	122	145	170	196	224
	均价（元）	6500	6630	6763	6898	7036	7177
	均价 yoy	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	精装房市场销售额（亿元）	66	81	98	117	138	161
	yoy	2.5%	23.4%	21.3%	19.4%	17.8%	16.3%
	毛坯房（万套）	1288	1291	1287	1276	1258	1233
	新风系统渗透率	3.0%	3.5%	4.5%	5.5%	6.5%	7.5%
	毛坯房市场销售量（万台）	39	45	58	70	82	92
	均价（万元）	11000	11220	11444	11673	11907	12145
	均价 yoy	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛坯房市场销售额（亿元）	43	51	66	82	97	112
	yoy	74.5%	19.3%	30.8%	23.6%	18.8%	15.3%
存量住宅市场需求	全国存量住宅套（万套）	43295	44189	45096	46007	46916	47819
	渗透率	0.8%	1.0%	1.3%	1.7%	2.1%	2.6%
	渗透率提高	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%
	存量住宅市场销售量（万台）	43	88	135	184	211	239
	均价（元）	8000	8160	8323	8490	8659	8833
	均价 yoy	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	存量住宅市场销售额（亿元）	35	72	113	156	183	211
	yoy		108.2%	56.1%	38.7%	17.0%	15.5%

资料来源：国家统计局，奥维云网，中国人民银行调查统计司，安信证券研究中心

综上，我们预测未来 5 年新风系统整体市场规模的 CAGR 为 27.3%，2025 年新风市场规模将达到 643 亿元。从新风行业各细分市场占比来看，2025 年存量住宅新风市场的占比超过 30%，商用新风市场和精装房新风市场的占比超过 20%。从 2021-2025 年新风行业各细分市场的增速来看，存量住宅新风市场的 CAGR 最高，达 43%；商用新风市场和毛坯房新风市场的 CAGR 在 20% 以上。

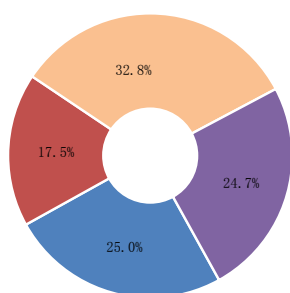
表 7：国内新风系统整体市场规模预测

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
住宅新风市场销售额（亿元）	142.8	203.8	277.2	355.5	418.4	484.2
yoy		42.8%	36.0%	28.3%	17.7%	15.7%
商用新风市场销售额（亿元）	49.7	68.1	95.0	131.9	152.2	158.9
yoy		37.0%	39.6%	38.8%	15.4%	4.4%
整体新风市场销售额（亿元）	192.5	271.9	372.2	487.5	570.6	643.1
yoy		41.3%	36.9%	31.0%	17.1%	12.7%

资料来源：国家统计局，奥维云网，中国人民银行调查统计司，卫生健康委员会，中国饭店协会，教育部，弗若斯特沙利文，国家体育总局，安信证券研究中心

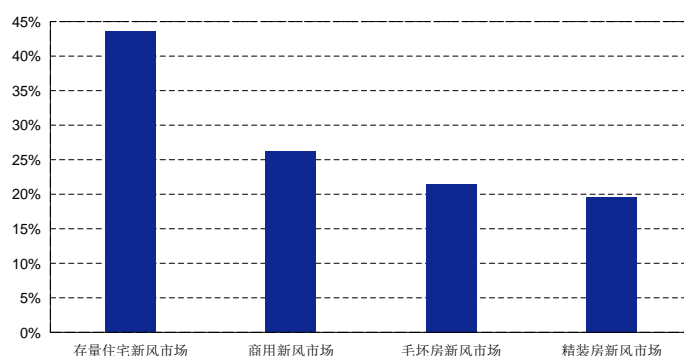
图 17：预计 2025 年新风市场下游占比

■ 精装房新风市场 ■ 毛坯房新风市场 ■ 存量住宅新风市场 ■ 商用新风市场



资料来源：国家统计局，奥维云网，中国人民银行调查统计司，卫生健康委员会，中国饭店协会，教育部，弗若斯特沙利文，国家体育总局，安信证券研究中心

图 18：预计 2021-2025 年各新风细分市场的 CAGR



资料来源：国家统计局，奥维云网，中国人民银行调查统计司，卫生健康委员会，中国饭店协会，教育部，弗若斯特沙利文，国家体育总局，安信证券研究中心

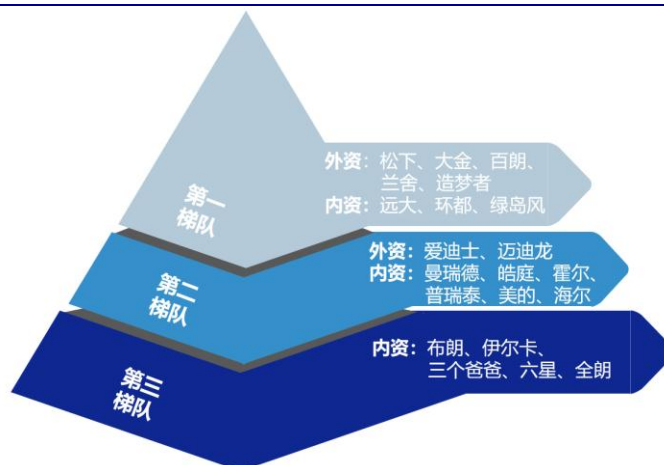
4. 行业竞争格局分散，静待龙头诞生

4.1. 新风行业内企业数量众多，行业未形成稳定格局

新风行业还未经历洗牌阶段，集中度有待提升。根据奥维云网数据，目前国内新风行业企业数量有 600-800 家，中小品牌偏多，行业集中度偏低。我国新风企业根据年销售额可以划分为三个梯队：

1. 第一梯队的年销售额在 1 亿元以上，包括松下、大金这类涉及新风业务的外资综合性企业；百朗、兰舍、造梦者等外资专业新风企业；远大、环都、绿岛风等内资专业新风企业。这类企业研发生产水平高，销售网络广泛，品牌知名度高，竞争优势明显；
2. 第二梯队的年销售额在 5,000 万元至 1 亿元，包括爱迪士、迈迪龙等外资专业新风企业；皓庭、霍尔、普瑞泰等内资专业新风企业；美的、海尔等进入新风行业的国内家电企业。
3. 第三梯队的年销售额在 5,000 万元以下，企业数量众多，规模较小，实力较弱。

图 19：新风系统行业企业梯队



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

注：上图新风企业梯队划分的依据是奥维云网 2018 年数据

表 8：主要新风企业或品牌情况

企业	基本信息	品牌定位	产量	公司销售额
松下	广东松下环境系统有限公司成立于 1993 年，是日本松下电器的全资子公司，主要产品包括松下品牌的新风系统、空气净化器等。	高端	年产室内空气质量产品 420 万台	10 亿元 (2016 年) 21 亿元 (2019 年)
兰舍	成立于 2005 年，控股股东为瑞士森德集团，和多家 TOP100 强房产开发商建立了战略合作伙伴关系。	高端	新工厂一期产量 25 万台；满产后 40 万台	2.5 亿元 (2020 年)
环都	成立于 2002 年，是国内知名健康节能空气处理设备制造商，中关村高新技术企业，国家高新技术企业。	中高端	年产 20 万台	4.6 亿元 (2020 年)
霍尔	成立于 2005 年，是一家集新风净化产品研发、生产、销售、服务于一体的高新技术企业，连续多年被评为新风行业十大品牌。	中端	年产 50 万台	0.5-1 亿元
普瑞泰	成立于 2000 年，建有两大生产基地，通过 ISO9000 和欧盟 CE 体系认证，产品销往全球十几个国家和地区。	中高端	年产 50 万台	0.98 亿元(2019 年)

资料来源：各企业官网，各企业微信公众号，安信证券研究中心

4.2. 短期竞争聚焦营销和精装渠道，长期竞争回归综合维度

目前新风系统行业渗透率较低、精装渠道是新风系统最重要的销售渠道，品牌营销和精装渠道布局是短期内行业最重要的竞争维度。由于当前新风系统价格较高、安装较复杂、后期维护较频繁，消费者在选购新风系统时会谨慎选择口碑良好的品牌。长期来看，行业的竞争维度将集中于产品力、配套服务、品牌效应和全渠道布局。

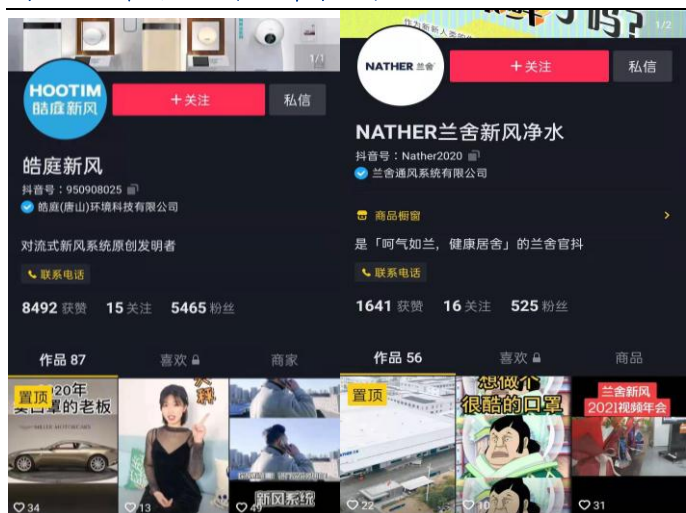
(1) 营销宣传

营销宣传是短期内新风行业的竞争关键。新风系统进入我国市场的时间较晚，消费者对新风系统的功效认知不足，新风系统价格相对较高；同时目前新风行业参与者众多，尚未形成龙头品牌。因此，新风系统企业的宣传涉及品类推广和品牌营销两个维度。新风系统企业既需要通过线下门店来提升消费者对品类的体验感，也需要通过广告投放、明星代言等方式进行品牌推广。考虑到目前新风系统企业的广告宣传费用占销售费用的比重仍较低，未来投入大量资源进行线上线下多维度营销推广的新风企业将精准触达对新风产品感兴趣的消费群体，建立强大的品牌形象，快速占领市场。

我们注意到新风行业第一梯队中的兰舍、远大、造梦者、百朗，第二梯队中的皓庭、爱迪士通过在微博、抖音等新媒体进行产品内容营销推广。其中，兰舍和百朗更是积极尝试抖音直

播和新浪直播，为消费者提供更直观立体的产品展示方式。但目前行业内并无新风企业通过明星代言来进行品牌推广。

图 20：新风企业开设抖音账号



资料来源：抖音，安信证券研究中心

图 21：新风企业开展直播活动



资料来源：百朗官网，安信证券研究中心

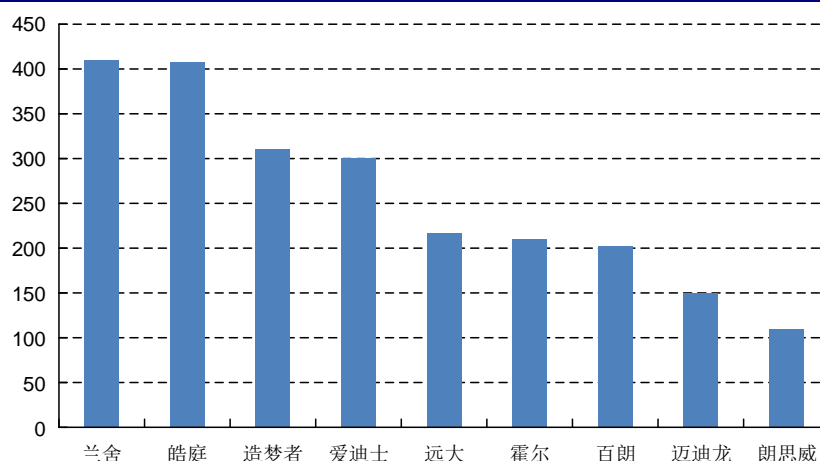
(2) 渠道

建立多元化渠道布局、提前卡位工程渠道的新风企业将建立起渠道端的竞争壁垒。新风系统的销售在过去更多依赖于传统的经销渠道，但 2018 年后新风系统行业线上渠道和精装修渠道迅速崛起，未来绑定单一大渠道的渠道策略效果将大打折扣。

线上渠道，由于线上渠道能直接触达消费者、进行品牌推广的资金和时间成本较低、产品性价比更高，线上渠道将成为新风行业各品牌迅速占领消费者心智的关键。目前新风行业内的绝大部分企业都在京东、天猫等电商平台开设了自营店。

线下渠道，由于消费者对新风产品的功能特点和实际使用场景缺少了解，消费者到线下体验产品的需求仍然强烈。拥有遍及全国线下门店的新风企业可以快速响应消费者的体验、购买、安装及售后需求。目前新风行业第一梯队和第二梯队头部企业的终端零售网点数量在 200 家以上。因此，大力拓展线下经销网点和体验店、建立全国性销售网络的新风企业能率先提高品牌知名度和消费者粘性，顺利开拓零售蓝海市场。

图 22：新风企业终端零售网点数量（个）



资料来源：各公司网站，安信证券研究中心

目前国内新风行业竞争格局分散，新风精装修市场的品牌集中度有率先提升的趋势。精装修渠道对新风系统供应商的要求较高，具体体现在产品质量、服务能力、供应能力、账期承担能力等方面。头部地产开发商更愿意和头部新风品牌合作，也倾向于和供应商维持长期稳定的合作伙伴关系。我们看好前瞻性布局工程渠道、率先绑定地产大客户的新风企业在精装修新风市场竞争中胜出，进而顺利开拓零售渠道。

（3）产品和配套服务

新风行业长期竞争回归产品力和配套服务。目前新风系统的价格普遍高于空调、空气净化器，处于家电市场高位。技术含量更高、节能效果更强的全热交换新风系统的价格更是无热交换功能新风系统的两倍以上。较高的产品价格和运行成本是目前国内新风系统普及率低的重要原因。所以，能提供高性价比产品的新风企业能在新风渗透率加速提高的过程中快速抢占零售市场份额。

智能化、低能耗、定制化是未来新风产品的发展方向。新风系统企业需要持续加大研发投入来促进产品更新换代、改进产品性能以提升用户体验。从各品牌 250m³/h 风量吊顶式新风机最低档位情况下的性能参数对比中可以看出，目前各品牌新风产品在噪音方面的差距不大，但在功率和热交换效率等能耗指标方面的差距较大。为了保证室内空气的清新和流通，新风系统一般需要 24 小时持续不断运行。由此可见，能最大限度减少能量损失、节约家庭用电开支的新风产品将受到消费者青睐。

表 9：各品牌 250m³/h 风量吊顶式新风机性能参数对比(最低档位情况)

品牌	功率(W)	热交换效率(制冷, %)	热交换效率(制热, %)	噪音 (dB)
兰舍	55	76	82	30
松下	83	70	75	25
百朗	110	66	77	30
霍尔	115	75	75	45
绿岛风	128	66	72	38
环都	150	68	68	34

资料来源：各新风企业官网，安信证券研究中心

不同场所的最小新风量和换气次数有相应的标准要求，新风企业需要根据不同应用场景的换气需求提供相应风量和安装方式的新风产品。商业建筑具有人流量大、装修程度高、空气不流通等特点。如前所述，随着我国商业建筑对室内空气质量要求的提高，以校园、办公楼、医院为代表的商业新风市场未来将维持高速增长。因此，新风产品风量范围广、产品线全面（吊顶式、壁挂式、立柜式）的新风企业将享受商业新风市场的红利。目前处于新风行业第一梯队的兰舍、远大、环都、百朗已经推出大风量的商用新风产品实现从家用新风市场向商用新风市场拓展。

图 23：新风企业推出的商用新风机



资料来源：兰舍官网，安信证券研究中心

图 24：新风企业提供的维修保养服务



资料来源：造梦者官网，安信证券研究中心

新风产品具有重安装属性。新风系统行业内一向有“三分产品，七分安装”的说法，新风系统在使用前需安装调试，例如结合吊顶装修、铺设通风管道。但目前行业严重缺乏新风系统安装的专业人员，大多依托空调公司、暖通公司、装修公司进行安装。这不仅会影响新风系统的使用效果，还会影响后期的维护保养。因此，考虑到新风系统安装属性强、维修复杂，集方案设计、安装调试、售后服务为一体的新风厂商更容易形成口碑效应，树立起竞争优势。目前兰舍、造梦者、百朗等新风行业内头部品牌都提供免费换气设计和新风整机一年以上的保修期。

5. 多维驱动，行稳致远

5.1. 产品线丰富，产品性价比优势凸显

公司产品矩阵全面，品类扩张能力强。绿岛风从创立初期的电风扇起步，逐步拓展到风幕机，进而扩张到换气扇、浴霸，再延伸至风机、新风交换机等新风系列产品。目前公司已建立起完整的通风换气产品矩阵，是行业内为数不多的能对市场主要产品进行全面覆盖的厂商。

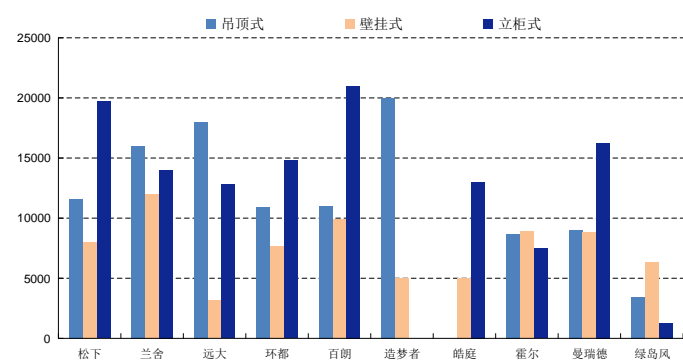
公司产品精益求精，价格竞争力强。从线上零售价格来看，绿岛风吊顶式、壁挂式、立柜式新风系统产品的价格低于行业主流品牌的均价。奥维云网数据显示，在 2020 年线上新风市场中，带有静电除尘、APP 远程控制、滤网更新提醒、热回收等进阶功能的新风产品占比仍较低。目前公司新风产品基本上覆盖了上述进阶功能。公司不断加大新产品研发和现有产品迭代升级力度，使产品更加环保健康、高效节能、智能化，以满足新风市场消费升级需求。因此，公司产品高品质、高性价比的优势将有助于率先吸引到价格敏感型消费者。后续公司通过品类扩张和产品升级满足消费者多样化、高端化需求，进一步扩大新风零售市场份额。

表 10：绿岛风新风产品的功能

公司新风产品的功能	介绍
高效节能	公司将全热换热器功能层材料改进技术应用在全热新风交换机中，使其具有高透湿性能和优异的综合传热性能，达到回收能量、降低能耗的效果。
智能化	公司新风产品实现了大屏幕控制、无线遥控和远程手机控制，并可对空气质量实时监测。
环保健康	公司通过研发并组合搭载 HEPA 高效、银离子抗菌、静电集尘器、活性炭等多种过滤网，开发了除霾、抗菌、除湿等功能。
一机多用	绿岛风的新风净化一体机既能提供内循环模式净化室内空气，又能提供新风补充+内循环模式，作为新风净化器使用。
降噪	公司新风产品运行噪音低至 38dB。
静电除尘	公司新风产品搭配静电除尘箱，可吸附微小颗粒物，不会产生臭氧。

资料来源：绿岛风官网，安信证券研究中心

图 25：行业主流品牌新风系统产品价格对比（元）



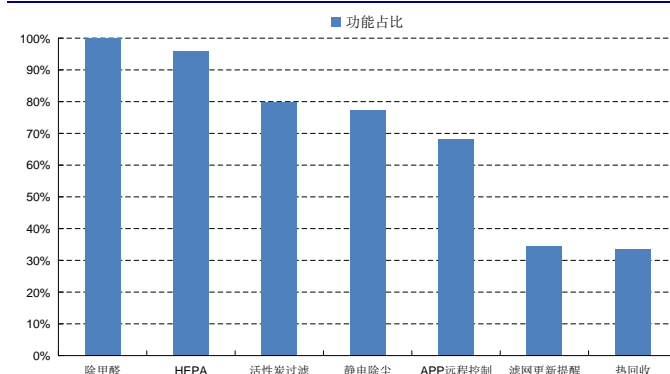
资料来源：京东商城，安信证券研究中心

注：吊顶式新风机：我们选取电商平台各品牌风量为 $250\text{m}^3/\text{h}$ 的型号。

壁挂式新风机：由于绿岛风壁挂式新风机的风量偏小，我们选取电商平台各品牌风量最小的壁挂式新风机型号。

立柜式新风机：由于绿岛风柜式新风机的风量偏小，我们选取电商平台各品牌风量最小的柜式新风机型号。

图 26：线上新风市场产品功能占比



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

公司将新风系统和定制模式、云服务相融合，满足用户个性化需求。中小型新风系统受制于成本、时间等因素，如何调动相关资源帮助用户实现产品场景应用成为行业痛点。为了为客户提供定制化、智能化的新风系统解决方案、提高客户体验感，公司推出了绿岛风云服务模式。绿岛风云服务模式包含新风 DIY 设计、客户引流、交易、施工落地等环节，可兼顾客户的个性化需求与经销商的快速响应能力，让新风方案的设计和实施更简单：

(1) 新风 DIY 设计：用户基于“绿岛风新风方案设计软件”的数字化场景进行 DIY 云设计。

(2) 客户引流：软件完成设计服务后可一键导出施工图和选型材料清单，提供线下门店信息及线上商城链接，从而向线上线下渠道进行客户导流。

(3) 交易：用户根据选型材料清单，按照软件提供的线下门店信息及线上商城链接进行下单交易，实现流量变现。

(4) 施工落地：用户根据施工图纸选择施工方进行施工落地，有效解决落地施工管理标准化和成本控制问题。

图 27：绿岛风新风方案云设计软件界面



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

公司提供专业安装服务，为客户扫清最后一道障碍。公司经销商和下游网点拥有专业的安装团队，能及时响应安装、维护等服务需求。绿岛风的安装团队事前会根据产品类型、室内环境、业主需求，制定周密的新风系统安装方案。施工完毕后，施工团队会对新风系统的风量、噪声等性能参数进行调试。在新风系统调试完成后，施工团队会进行相关书面表格记录，交作为验收附件资料。公司为顾客提供专业化的安装服务，有助于提高顾客满意度，增强公司的品牌粘性。

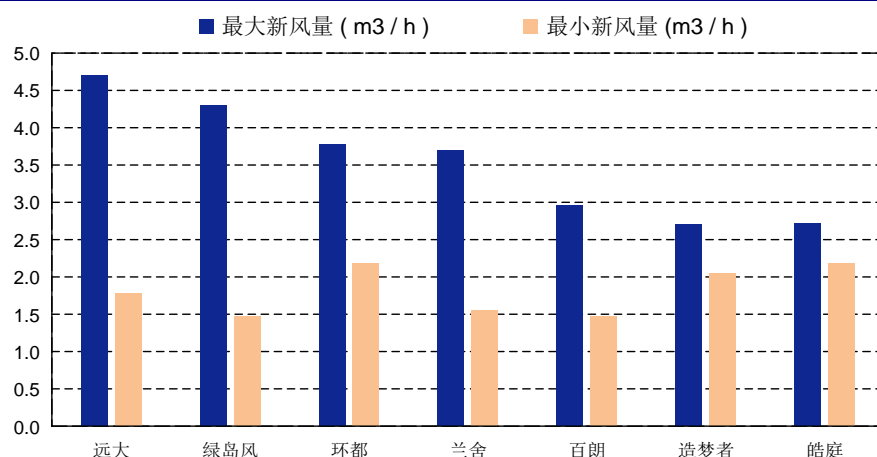
图 28：公司安装团队施工图



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

公司新风产品风量范围广，应用场景多元化。公司新风产品的风量范围比行业内大部分竞争对手产品的风量范围更广，能满足不同场所的新风量需求。公司新风产品的最小新风量为 30 m³/h，可适用于家庭、健身房等所需新风量较小的场所；最大新风量为 8000 m³/h，可适用于交通枢纽、大型商超、办公楼宇等所需新风量较大的场所。与此同时，公司重视产品应用场景的多样性开发，为非标准建筑、多场景提供新风解决方案。目前公司产品的代表性应用场景项目包括：北京大兴国际机场等交通枢纽；武汉火神山医院等医院；万科集团等地产集团的房地产项目；肯德基等餐饮连锁机构。目前公司已推出大风量的商用新风全热交换机 QFA-D 系列。凭借新风产品风量选择范围广、应用场景多样化的优势，公司将享受未来商用新风市场高速增长红利。

图 29：各新风企业新风产品的最小和最大新风量范围(取以 10 为底的对数)



资料来源：各新风企业网站，安信证券研究中心

表 11：公司产品近年代表性的应用场景项目

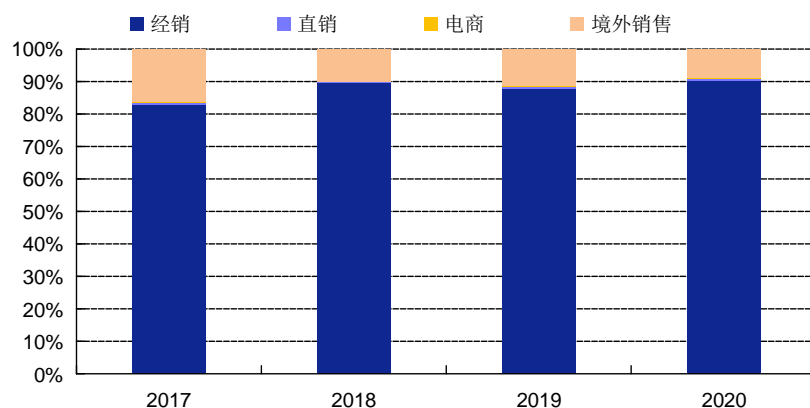
应用场景	代表性项目
房地产	富力地产、实地地产、万科集团、华润置地等知名地产集团的房地产项目
医院	武汉火神山医院、武汉雷神山医院
办公楼、厂房	大族激光全球智能制造基地
商业连锁机构	肯德基 KFC、华住旗下酒店
交通枢纽	北京大兴国际机场、广州白云国际机场、北京南站、成都地铁五号线
旅游文化景区	四川绵阳方特游乐园

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

5.2. 经销网络成熟广阔，借力经销商开拓零售和工程渠道

公司销售模式以经销模式为主。公司境内销售渠道分为经销、直销、电商模式；境外销售渠道分为 ODM、经销模式。2017-2020 年，公司境内经销模式收入占比维持在 80%以上；境外销售收入占比由 16.2%逐步下降至 8.9%；境内直销、电商模式收入占比在 1%以下。

图 30：公司营业收入按渠道拆分



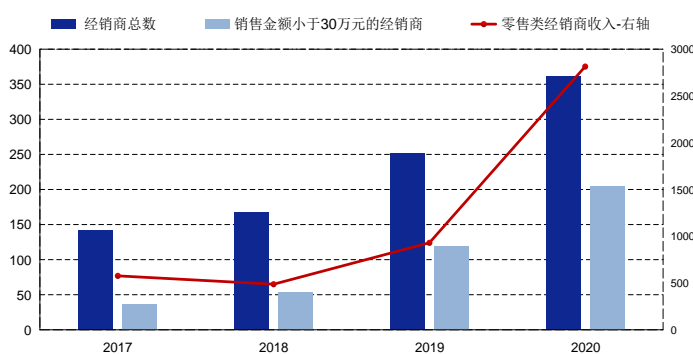
资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

经销模式成熟高效，触及终端消费者。公司和主要经销商合作多年，经销商对于公司品牌的认可度和忠诚度较高。相较于直销模式，经销模式能更好地服务终端客户、节省管理成本：一方面，各区域经销商能充分利用其在经销范围内所掌握的渠道资源，广泛收集市场信息，充分挖掘市场需求，更高效地进行公司产品推广；另一方面，经销商更贴近终端消费者，能根据客户需求提供适合的产品、保证供货和售后服务的及时性。

大力推动经销渠道下沉，积极开拓全国零售市场。近年来公司一方面通过经销授权方式对于原未覆盖的县市区域实现渠道覆盖；另一方面通过深耕局部市场、提供网点展示补贴等方式进一步提升销售网点数量与网点深度。2017-2020 年，公司经销商从 142 家增长至 361 家，零售类经销商(下游销售金额小于 30 万元)从 37 家增长至 204 家；零售类经销商收入的复合增速达到了 48.6%。从销售区域来看，公司在江苏、浙江、河南、福建等地的经销商数量增长较快，表明公司积极推动经销渠道网络覆盖全国。目前公司通过经销渠道覆盖专卖店、建材店、暖通店等千余终端销售网点，遍布全国主要市场。

由于公司的产品线涵盖新风交换机、换气扇、风幕机等系列通风产品，公司的终端销售网点数量高于国内专业的新风系统企业。凭借广阔的经销网络，未来公司将持续通过营销推广和推出新品来触及更多终端消费者，从而提高在新风零售市场的占有率。

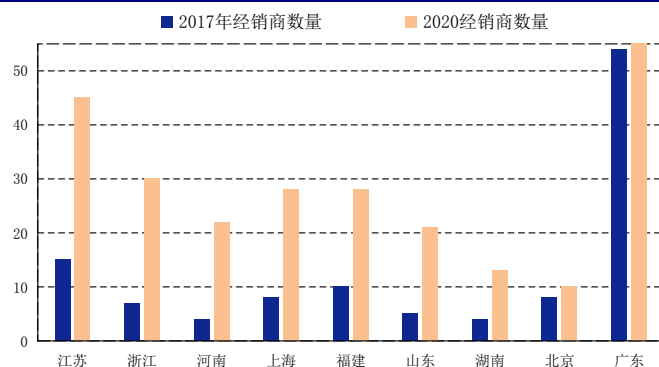
图 31：公司经销商数量变动及零售类经销商收入



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

注：我们将下游销售金额小于30万元的经销商定义为主要面向零售客户的零售类经销商。

图 32：2017-2020 年公司各区域经销商数量变动



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

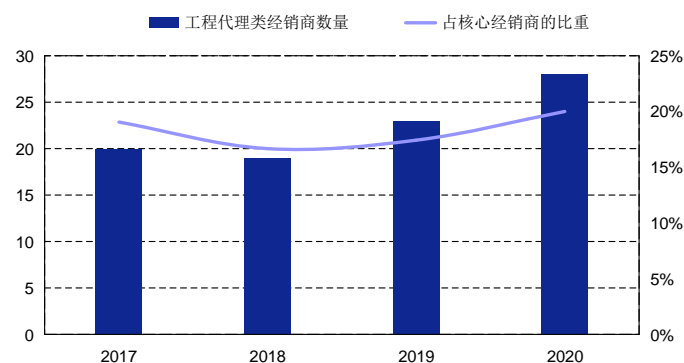
公司灵活管理工程代理类经销商，把握工程渠道红利。公司会在房地产、商业、工业较发达的区域单独授权工程代理类经销商，专营授权区域内的大型房地产商、商业连锁机构以及中小型工程客户。公司对工程代理类经销商采取了更灵活的销售范围管理和销售价格管理：

（1）灵活的销售范围管理：公司允许工程代理类经销商向非约定销售地域的工程项目供货。公司鼓励经销商在给意向工程项目供货前向公司发起工程项目授权申请。同时，公司会对工程项目名称、地点、报价意向等信息进行登记，以实现对经销商工程订单的有序管理。

（2）灵活的销售价格管理：由于经销商在下游工程项目招投标中存在竞争，公司会对订单规模大或有示范效应的知名精品工程项目予以工程特价支持。经销商向公司申请在原先售价的基础上获得一定折扣，经公司综合考虑工程项目的规模、知名度和标杆效应，决定是否批准该折扣。

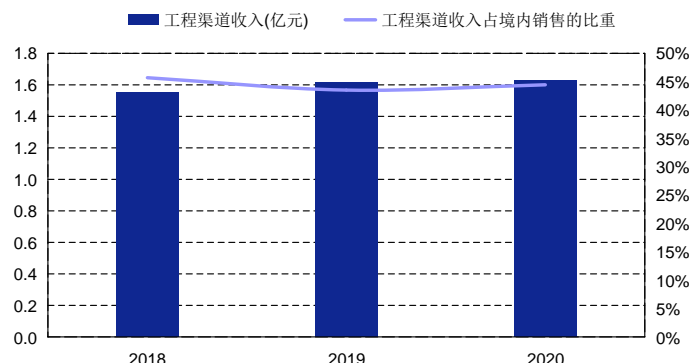
工程渠道收入占比高，未来增长潜力显现。2017-2020 年，在下游销售金额大于 30 万元的核心经销商中，工程代理类经销商由 20 家增加至 29 家。我们根据公司披露的各期前二十名经销商的下游工程渠道销售占比对公司的工程渠道收入进行测算：2020 年公司工程渠道收入达到 1.6 亿元；近年工程渠道收入占境内销售收入的比例接近 45%。“绿岛风”品牌在房地产企业、建筑安装公司、工业商业企业中的知名度较高，产品品质得到广泛认可。公司经销商和下游工程客户的长期合作关系有助于公司开拓毛坯房新风市场和商用新风市场，享受这两个新风细分市场快速增长的红利。

图 33：2017-2020 年公司工程代理类经销商及占比



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 34：2017-2020 年公司工程渠道收入及占比



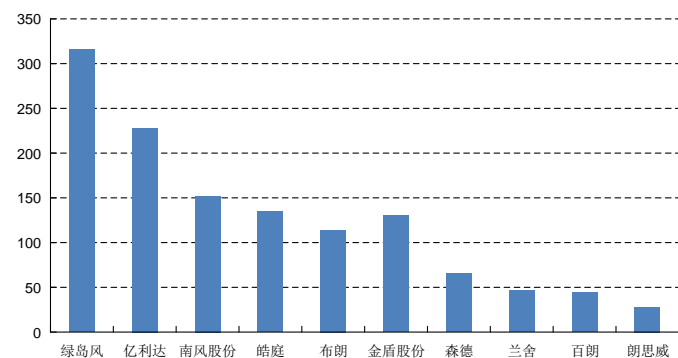
资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

注：我们假设公司工程渠道收入=经销商下游销售收入×下游渠道销售占比

5.3. 研发体系完备高效，技术实力行业领先

公司是行业内少数具有综合研发实力的专业室内通风厂商。公司现为高新技术企业、国家知识产权优势企业、广东省室内通风系统工程技术研究中心。公司参与了《热回收新风机组》等多项国家标准的制定。截至 2021 年 6 月，公司拥有专利权 316 项，其中发明专利 11 项，实用新型专利 223 项，外观设计专利 82 项。公司专利数在室内通风行业内处于领先地位。

图 35：室内通风企业专利数量



资料来源：公司招股说明书，企查查，安信证券研究中心

图 36：绿岛风获得的技术认证

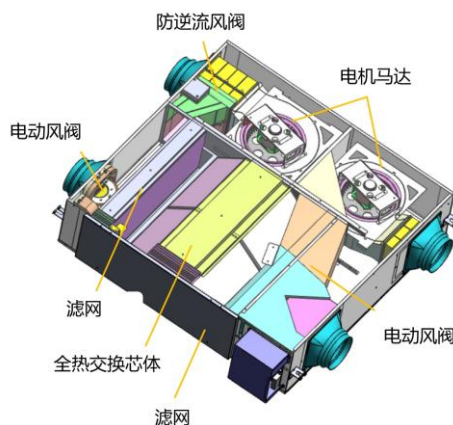


资料来源：公司官网，安信证券研究中心

经过持续多年的研发和投入，公司在电机、叶轮、交换芯体和控制系统等通用构件的技术研发和储备方面有着深厚的积累：

- (1) 电机方面，公司拥有“单相电容运转式电动机定子及其制造方法”等专利，能制造出节约材料、耗电量低、寿命长的电机定子，制造出运行安静、结构紧凑的电机。
- (2) 交换芯体方面，公司通过自主研发、与高校合作研发的方式取得了一系列等专利。公司将全热换热器交换芯体材料的改进方法应用于能量回收交换芯体中，能有效提升透水性能、湿度效率，节约加工成本，开发出一系列高效的全热新风交换机产品。
- (3) 新风分配箱方面，公司拥有“一种新风分配箱和包含其的新风系统”专利，能解决现有分配箱局部阻力大、噪声高、占地空间大的问题，具有节能降噪的效果。
- (4) 出风口方面，公司拥有“智能出风口及带有智能出风口的新风系统技术”等专利，智能出风口能根据风感开关的信号控制风口摆叶的开、闭，减少用户操作负担，提升用户体验。
- (5) 控制系统方面，公司拥有“新风净化一体机嵌入式控制软件”等一系列软件著作权。

图 37：新风系统内部结构图

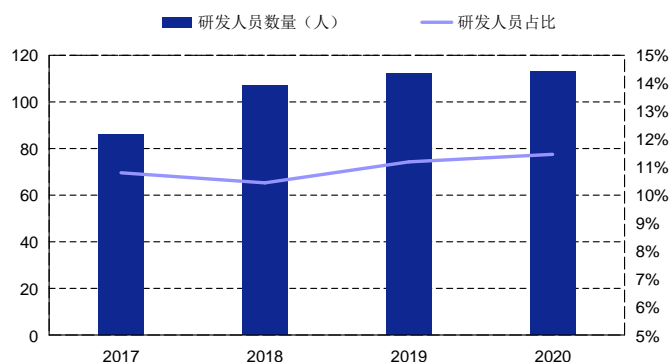


资料来源：松下官网，安信证券研究中心

我们认为公司强大的技术实力和研发能力得益于高效的研发组织管理体系、健全的人才培养和激励机制、成熟的外部合作体系：

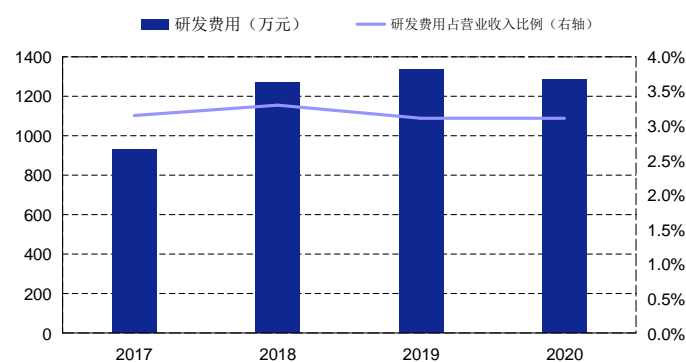
(1) 高效的研发管理体系。在组织管理上，公司设有职责分明、分工明确的组织结构，各岗位研发人员通过细致的分工高效完成技术评估、研发设计、制样、试产试模等研发全过程。在项目管理上，公司引进了行业先进的美国参数技术公司的 Windchill 产品生命周期管理系统，保证研发项目运行有条不紊。为保持技术领先优势，公司持续加大研发投入。2017-2020 年，公司研发费用占比保持 3% 的左右水平。

图 38：公司研发费用及研发费用占营业收入比例



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 39：公司研发人员数量及研发人员占比



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

(2) 健全的人才培养和激励机制。公司一方面制订了完善的研发人员激励制度，建立专利成果奖励和评价机制，对专利研发部门和个人给予奖励；另一方面积极挖掘和培养后备人才，设立储备干部培养制度，提供培训进修和外部学习交流机会。2017-2020 年，公司研发人员占员工总数的比例由 10.8% 提高到 11.5%。2017 年公司对解博超、梁金儒、骆维乐等核心技术人员实施员工持股计划，有利于激发研发团队的积极性。

(3) 成熟的外部合作体系。公司和上海交通大学、华中科技大学等高校建立了产学研合作关系，以实现优势互补、促进科研成果的实践转化。截至 2021 年 1 月，公司和外部研发机构的合作研发项目中已取得或正在形成 6 项发明专利，合作成果丰硕。以公司和上海交通大学合作研发的“一种全热换热器功能层材料的改进方法”为例。上海交通大学负责提出研究方案、制定技术路线、开展研究工作，公司负责研发经费、全热换热器封装加工、风机选配等工作。整个合作研发项目从启动到申请专利历时不到 2 年，产学研合作效率高。

表 12：公司和外部研发机构的合作研发项目

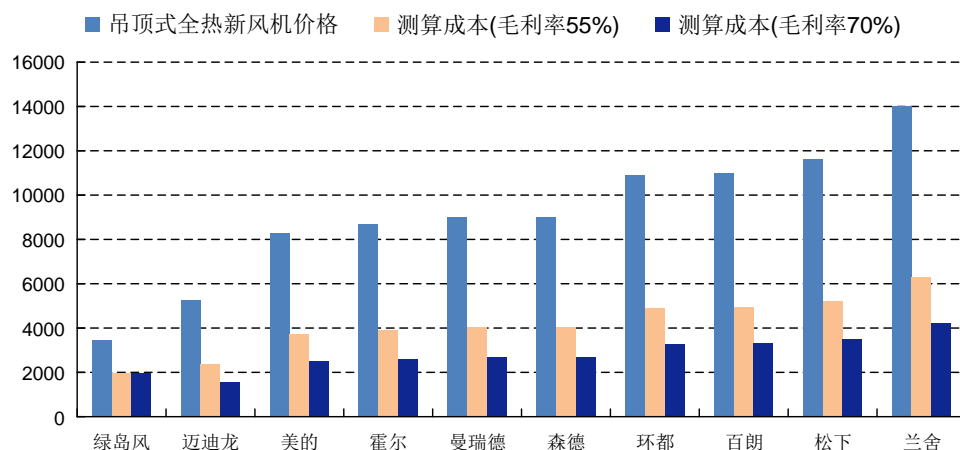
序号	合作项目	合作对方	已经取得或正在形成的研发成果
1	多叶型前弯柜式离心风机系列优化设计	西安交通大学	已经取得一种多翼离心风机及其分组设计方法发明专利
2	全热交换芯材料	上海交通大学	已经取得一种全热换热器功能层材料的改进方法发明专利
3	新风系统管道结构设计及减阻降噪研究	华中科技大学	已经取得一种新风分配箱和包含其的新风系统发明专利
4	新型高效轴流风机模型系列研制	华中科技大学	已经取得一种轴流风机发明专利；已经取得一种斜流风机板形后置导叶及其设计方法发明专利
5	贯流风幕机系统非定常流动分析与控制	华中科技大学	取得发明专利申请权“一种可调节蜗舌装络及贯流风机”
6	全效复合空气过滤器选择性吸附滤网研究	上海交通大学	取得发明专利申请权“一种改进的多体全效复合空气净化过滤网”、“一种空气净化用复合型过滤网”

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

5.4. 采购优势+核心部件自主生产+生产自动化铸就成本领先

如前所述，绿岛风新风产品价格处于行业较低水平，公司产品价格优势的背后是成本优势。以线上渠道的新风量为 250m³/h 的吊顶式全热新风机为例。根据我们的测算，公司吊顶式全热新风机的单位成本低于同行业竞争对手产品的单位成本。我们认为公司的成本优势来源于规模优势降低原材料采购成本、核心部件自主生产和自动化提升生产效率。

图 40：各新风品牌吊顶式全热新风机价格和成本对比



资料来源：公司招股说明书，京东商城，安信证券研究中心

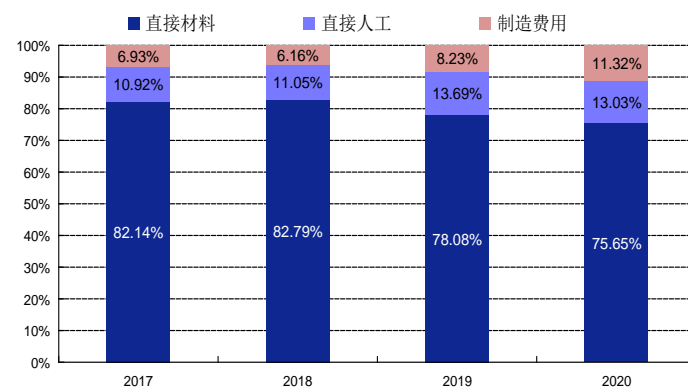
注：我们假设 1、参照 2020 年公司新风交换机的 43.3% 毛利率，估计公司吊顶式全热新风机的毛利率约为 43%；2、参考小家电公司 VeSync 旗下空气净化器 51% 的毛利率，分别假设同行业其他品牌吊顶式全热新风机的毛利率为 55% 和 70% 进行成本测算。

(1) 规模优势降低原材料采购成本

在公司产品成本结构中，原材料占比最高。2017-2020 年，直接材料占主营业务成本的比例高于 75%。公司新风系列产品和风幕机产品生产所需的原材料具有较强的通用性，主要包括钢材、五金制品、电子元器件、铜质漆包线、塑料等，适合集中采购以降低采购成本。

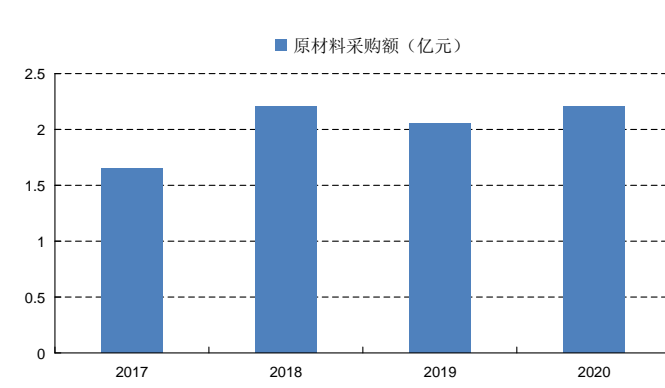
公司的规模优势和集中采购能有效降低原材料采购成本。从产量来看，2020 年公司新风系列产品和风幕机产品的总产量达到 212.4 万件，远高于新风行业内的专业新风企业的产量（见表 8）；从采购金额来看，2020 年公司原材料采购总额达到 2.2 亿元，高于新风行业第二、第三梯队企业的销售额（见图 21）。因此，规模优势和集中采购使公司对供应商的议价能力比行业内大部分专业新风企业更强，从而有效降低单位采购成本。此外，公司周边为钢铁、塑料贸易企业的知名集散地，聚集了数千名企业，竞争充分。广泛的供应商选择范围进一步提升了公司对上游的议价能力。

图 41：2017-2020 年公司产品成本结构



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 42：公司原材料采购金额



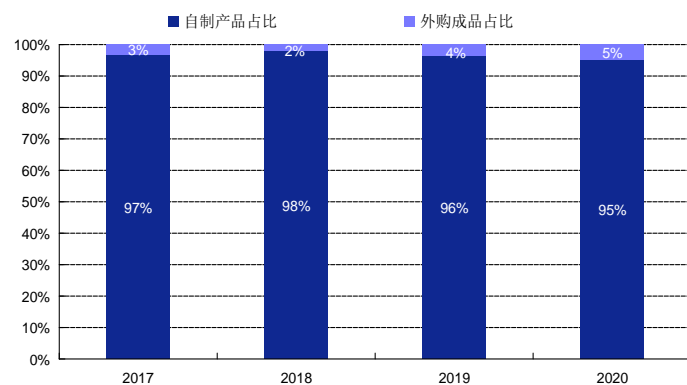
资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

(2) 核心部件自主生产

公司在电机、叶轮、交换芯体、滤网等新风系统的核心部件上拥有核心技术且实现高度自主生产，从而有效降低产品生产成本。2017-2020 年公司自制产品成本占主营业务成本维持在 95%以上，整体自主生产比例高。

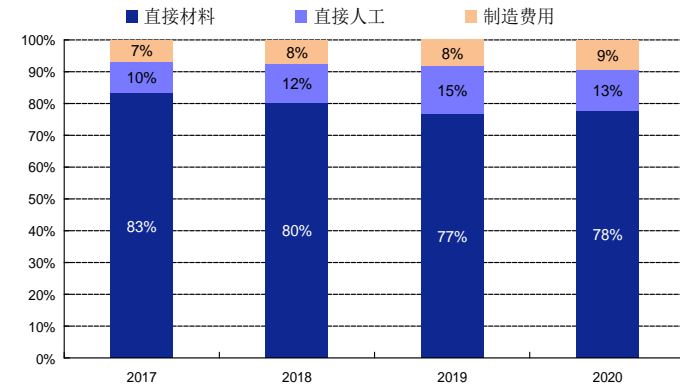
- 1) 电机方面，公司将自主研发的定子铁芯磁极数控制及定子集中式绕线技术应用于新风产品的电机生产中，降低产品能耗，节省人工成本，大幅提高生产自动化水平；
- 2) 全热交换芯体方面，公司将合作研发的全热换热器功能层材料改进技术应用于全热交换新风系统纸芯材料的生产中，降低对价格高昂的进口纸基的依赖程度。

图 43：公司自制产品成本占主营业务成本的比例高



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

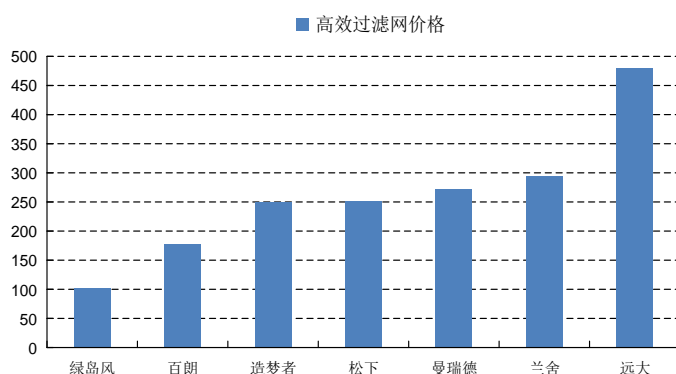
图 44：公司新风交换机成本结构中直接材料占比下降



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

从 2018 年起公司将全热交换器组件、钢带木箱等用于生产新风交换机的部件由外购转为自制生产。公司外购组件的成本计入材料成本，而自产组件的成本按物材料、人工、制造费分别计入。因此，2017-2020 年公司新风交换机成本结构中的直接材料占比由 83.3%下降到 77.9%；2017-2020 年，在新风交换机的销售均价小幅提高的情况下，新风交换机的单位成本由 1157.6 元下降到 1086.5 元。从新风交换机零部件的线上零售价格来看，公司高效过滤网价格和全热交换芯体价格均低于行业平均水平，表明公司通过新风交换机核心零部件自制降低产品成本。

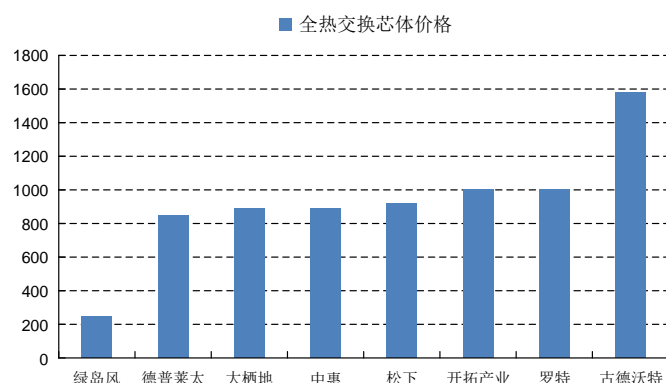
图 45：高效过滤网价格对比（元）



资料来源：京东商城，阿里巴巴采购网，安信证券研究中心

注：部分新风企业单独出售高效滤网，我们选取其线上零售价格。

图 46：全热交换芯体价格对比（元）



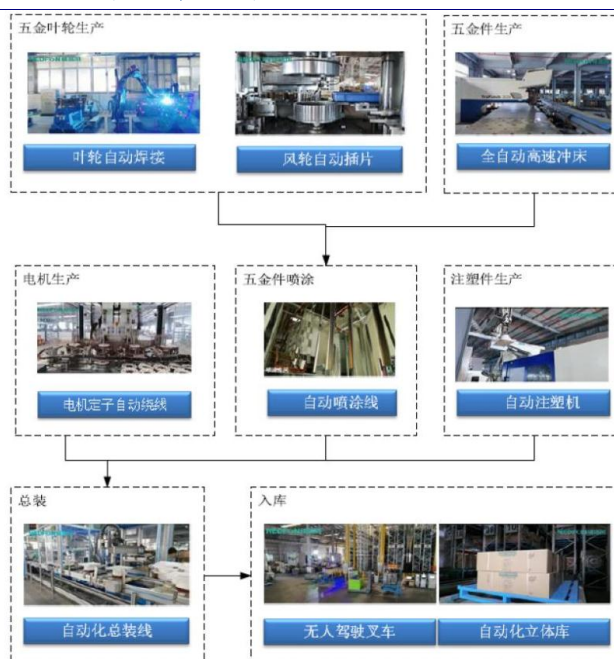
资料来源：京东商城，阿里巴巴采购网，安信证券研究中心

注：部分新风企业单独出售全热交换芯体，我们选取其线上零售价格。

(3) 自动化提升生产效率

公司的生产战略方向是以“机器”替代“人工”，对于标准化程度高、产量大、手工操作复杂的生产环节引入机器设备进行人工替代。目前公司拥有现代化的生产基地，引进了德国通快数控冲床、定子绕线机等先进设备。公司不断提升生产计划排产、五金叶轮生产、电机生产、五金件喷涂、总装、入库等生产环节的自动化水平。生产自动化水平的提高一方面使公司产品成本结构中的人工成本占比较低，近年公司新风机成本结构中的人工成本占比在 15% 以下；另一方面 2017-2019 年公司的人均产量由 3824 台提升至 3948 台，人均创收由 65.5 万元提升至 68.3 万元，未来提效降本潜力可期。

图 47：公司在各生产环节的生产自动化情况

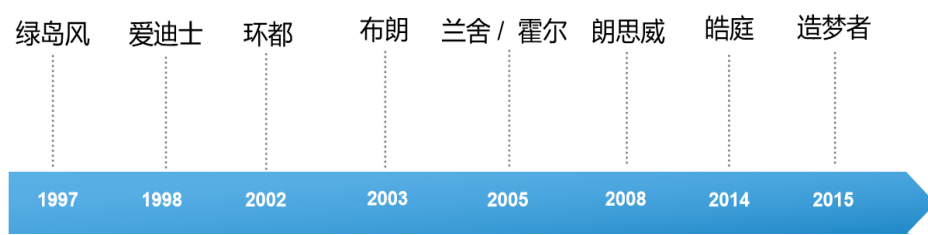


资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

5.5. 树立专业化品牌形象，积累市场认可度

公司在行业内树立了专业化品牌形象。较早进入室内通风系统行业的品牌能抢先占据消费者心智，更容易获得市场青睐。建筑工程商在选择配套的室内通风系统产品时也倾向于选择曾经合作过的品牌。和新风系统行业的其他内资品牌相比，公司较早进入室内通风系统行业，在行业内树立了专业品牌形象。早在 1992 年，绿岛风的前身就进入了通风换气行业，并在 1997 年正式注册了“绿岛风”商标，在国内室内通风行业开启自主品牌发展之路。

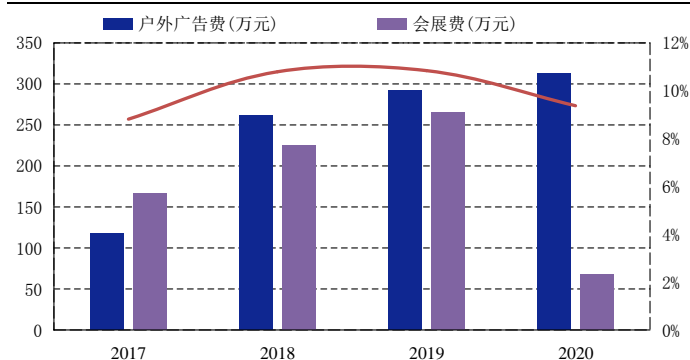
图 48：新风企业成立或新风品牌进入中国市场时间



资料来源：各公司官网，安信证券研究中心

公司通过自身品牌效应和宣传推广来加速新风产品的市场教育。公司一方面积极参与中国制冷展、中国建博会、AHR 等国内外各大型会展，另一方面在全国各地的建材城、家电城等销售市场区域加大户外广告投放。近年公司的户外广告费和会展费稳步提升，2017-2020 年二者合计占销售费用的比重从 8.8% 提高至 9.4%。后疫情时代，公司针对粤港澳大湾区、长三角两大城市群，不断加大市场推广力度。2020 年 11 月，绿岛风全新品牌形象在上海虹桥站、广州南站等全国核心高铁站以灯箱广告形式强势亮相，吸引了大量消费者的目光，反响热烈。

图 49：绿岛风户外宣传推广稳步提升



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 50：绿岛风高铁站广告宣传



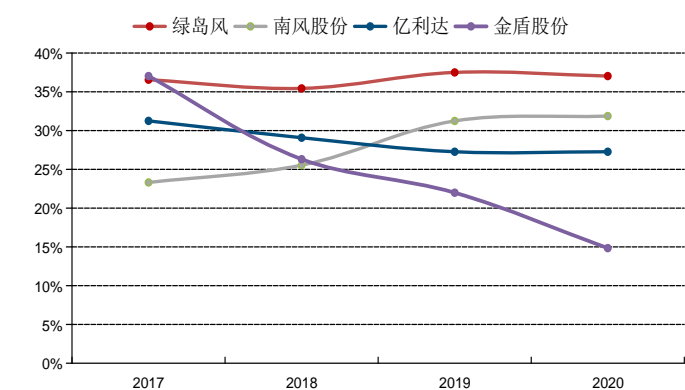
资料来源：绿岛风微信公众号，安信证券研究中心

6. 财务分析

6.1. 高毛利率+低费用率驱动盈利能力上行

我们选取 A 股市场上和绿岛风同属大通风行业的亿利达、南风股份、金盾股份作为可比公司注。2017-2020 年，公司主营业务毛利率由 36.6%提高至 37.0%，高于行业平均水平。2017-2020 年，公司新风系列产品毛利率由 35.2%提高至 36.5%，其中：（1）近年新风交换机的毛利率由 34.8%稳步提高至 43.2%，主要因为公司对产品的工业设计、节能净化、智能化等方面进行了优化升级，产品附加值提升，产品均价呈上升趋势。同时随着公司加大核心部件自主生产以及生产自动化水平提高，产品成本呈下降趋势；（2）换气扇的毛利率较为稳定，主要因为换气扇在生产工艺、产品设计、技术等方面较成熟，单位售价和单位成本波动较小；（3）建筑风机的毛利率较低，主要因为行业内建筑风机厂商大多具备对产品的定制化生产能力，整体毛利率水平不高；（4）2020 年工业风机的毛利率有所下降，主要系毛利率较低的型号销售占比提升所致。

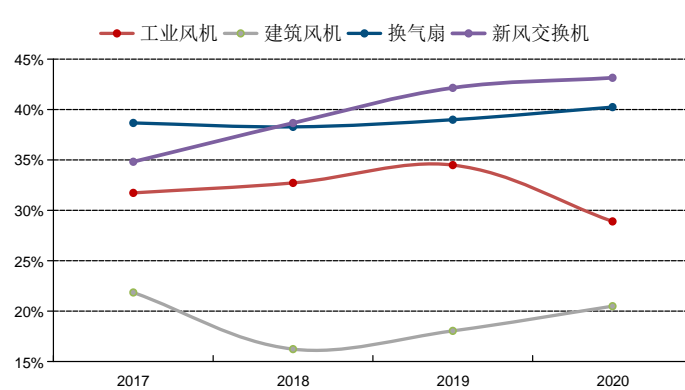
图 51：绿岛风毛利率高于行业平均水平



资料来源：Wind，安信证券研究中心

注：我们选取亿利达、南风股份、金盾股份通风设备相关业务的毛利率。

图 52：2017-2020 年绿岛风新风系列产品毛利率情况

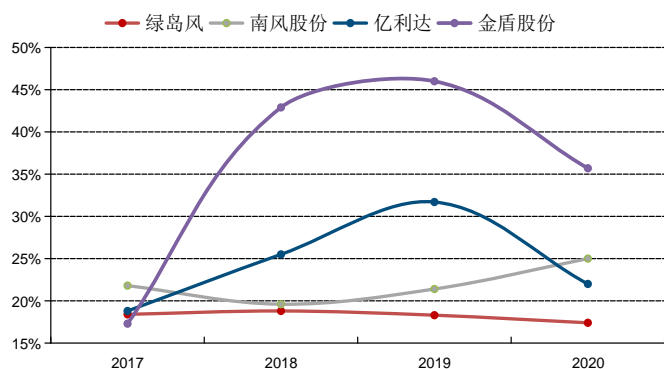


资料来源：Wind，安信证券研究中心

近年公司期间费用率维持在 18% 左右，低于同行业可比公司的平均水平。2020 年公司销售费用率下降幅度较大主要是因为受疫情影响，公司参加国内外展会减少、终端网点开发受阻和户外广告投放下降。近年公司的管理费用率一直维持在较低水平，主要是因为公司管理层级较为扁平，管理人员占比较小，同时公司重视信息化系统建设，管理效率较高。2020 年公司管理费用率上升幅度较大，主要系新购房屋建筑物和土地增加折旧摊销费用、上市辅导费用增加所致。2017-2020 年，公司财务费用率小幅提高，主要是因为短期借款形成的利息支出、外销业务形成的汇兑损益有所增加。

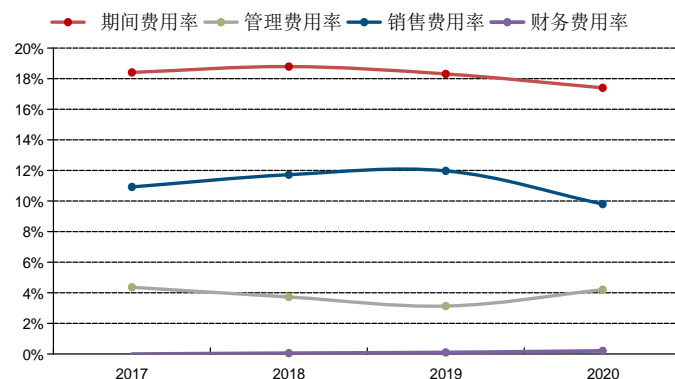
注：2019 年亿利达、南风股份、金盾股份通风设备相关业务的收入占比分别为 67.9%、57.6%、25.4%。

图 53：绿岛风期间费用率低于同行业可比公司



资料来源：Wind，安信证券研究中心

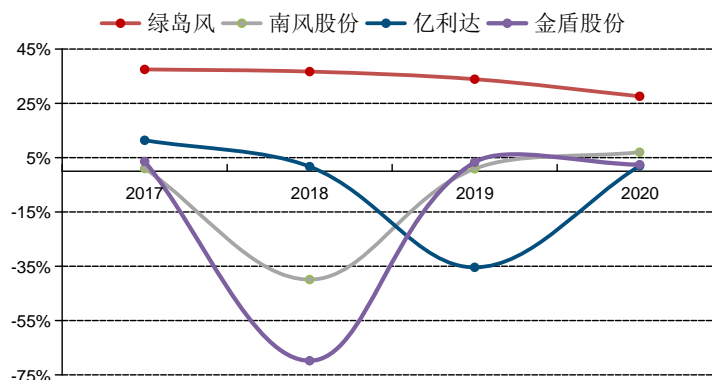
图 54：2017-2020 年绿岛风费用率情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

2017-2020 年，公司的加权平均净资产收益率在 25% 以上，远高于同行业可比公司。驱动公司高 ROE 的因素为高销售净利率和高总资产周转率。2017-2020 年，公司净利率由 14.7% 提高至 17.1% 以上，高于同行业可比公司。预计公司 IPO 后 ROE 会有所摊薄。

图 55：绿岛风 ROE 高于同行业可比公司

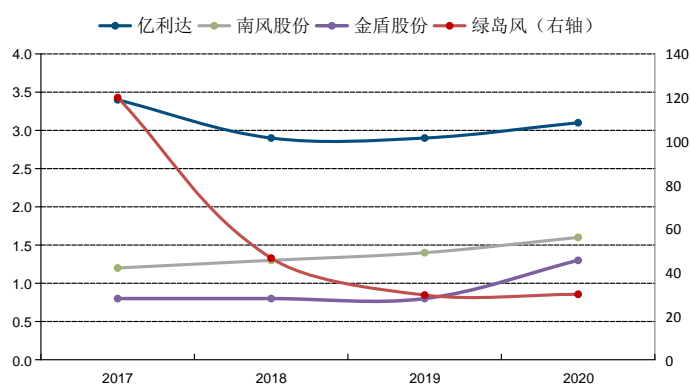


资料来源：Wind，安信证券研究中心

6.2. 运营能力良好

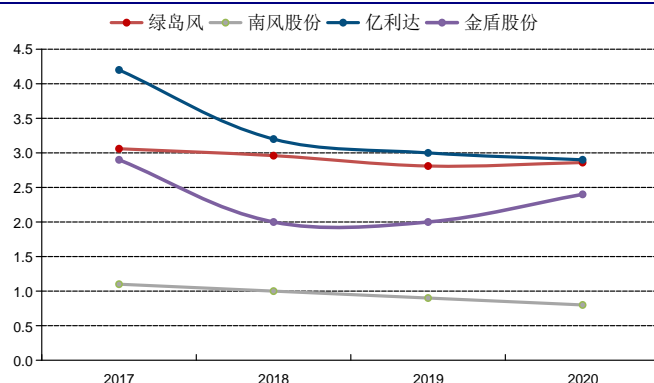
2017-2020 年公司的应收账款周转率由 118.2 次/年下降到 30.0 次/年，主要因为：1) 公司招股说明书披露，2017 年以前公司销售部门按客户回款额考核业绩，2018 年后由于仓库容量紧张，改为按客户回款额结合发货额考核业绩；2) 公司为推广部分新品，给予经销商的信用额度有所上升。公司的应收账款周转率显著高于同行业可比公司，主要因为公司下游客户多为长期合作的经销商且公司采用“售前结算”模式，即在发货前经销商的总欠款额需在授予信用额度之内，回款更为及时。

图 56：2017-2020 年应收账款周转率同行业比较



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 57：2017-2020 年存货周转率同行业比较



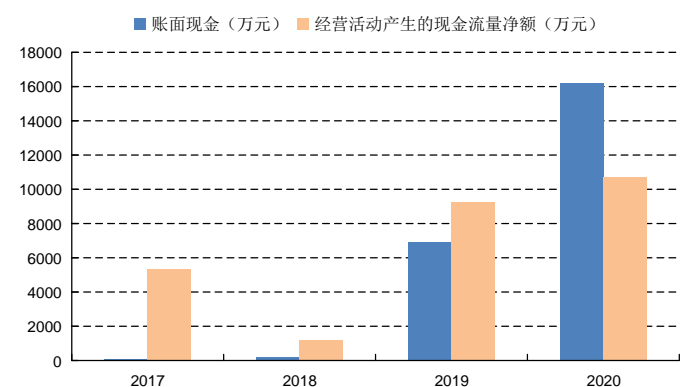
资料来源：Wind，安信证券研究中心

2017-2020 年，公司的存货周转率由 3.1 次/年下降到 2.9 次/年，略高于同行业可比公司，主要是因为：1) 公司产品类别及型号多样，所需原材料和半成品的品种繁多。公司生产具有小批多样的特点，生产中的多个环节均需要备料，因而原材料和半成品余额较大；2) 公司销售订单主要为需要备货的常规订单。随着公司订单量增加，公司需有较多产成品备货。

6.3. 现金流状况良好

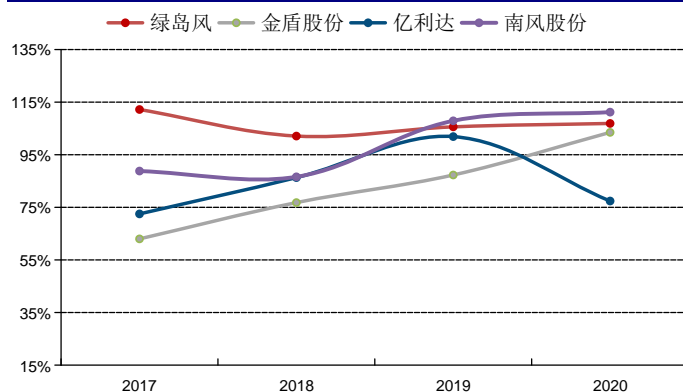
公司在手现金充沛，抗风险能力较强。公司账面现金和经营活动产生的现金流量净额自 2019 年以来大幅增加，这主要是因为：1) 随着销售收入增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金相应增长；2) 2019 年原材料市场价格下降幅度较大且公司在 2018 年备货较为充足，2019 年公司对外采购金额有所下降。近年公司销售商品、提供劳务收到的现金流量和营业收入的比例维持在 100% 以上，高于行业平均水平，销售现金流回款质量好。公司投资活动现金流量净额一直为负且呈现增加趋势，表明公司持续扩建厂房、购置新设备以扩大经营规模。

图 58：2017-2020 年公司账面现金和经营活动现金流



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 59：销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入对比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

7. 募投项目有序投放，助力业绩稳健增长

公司本次 IPO 公开发行股份 1,700 万股，扣除发行费用后拟使用 3.99 亿募投资金用于年产新风类产品 30 万台建设项目、研发中心扩建项目和营销网络建设项目。上述募集资金投资项目将有效提升公司核心竞争力，为公司扩大市场份额和主营业务稳健发展奠定坚实基础。

表 13：公司募投项目简介

序号	项目名称	项目投资金额（万元）	拟用募集资金投入金额（万元）	项目内容
1	年产新风类产品 30 万台建设项目	16094.4	16094.4	<ul style="list-style-type: none"> · 本项目建设期为 2 年，将完成厂房建设、机器设备的购置、生产线建设及完善人员配置。 · 项目建成达产后，公司将新增 30 万台/年的新风类产品产能。
2	研发中心扩建项目	5034.0	5034.0	<ul style="list-style-type: none"> · 本项目建设期为 2 年，拟完成研发及办公场所的建设及其装修、研发设备及配套办公设备的购置和安装、认可实验室及产品应用模拟中心的建设、与外部机构合作进行项目研发。 · 本项目将对原有的换气扇、浴霸、新风系统、风幕机、风机等进行智能化、高效化、低能效等功能应用及使用性能的提升。
3	营销网络建设项目	18785.0	18785.0	<ul style="list-style-type: none"> · 本项目建设期为 3 年，将重点加强区域体验中心店和经销渠道网点的建设，通过广告投放、展会/推广会、明星代言等方式进行品牌推广。
合计		39913.4	39913.4	

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

年产新风类产品 30 万台建设项目将大幅提升公司新风类产品的生产能力，解决公司产能不足的问题。2020 年公司新风类产品的产能利用率为 107.1%，处于饱和状态。本项目建成达产后，将新增 30 万台/年的新风类产品产能，为应对后续新风行业日益增长的市场需求和行业集中度提升奠定产能基础。本项目还将大幅提升公司生产的自动化水平和生产效率，使公司能灵活应对未来产品更新升级的挑战。

研发中心扩建项目将提升公司研发的软硬件实力，为公司的长期发展提供技术储备。本项目将完成研发及办公场所的建设、研发设备的购置和安装、认可实验室及产品应用模拟中心的建设、与外部机构合作进行项目研发。本项目有利于建立以公司为主体、市场为导向、产学研相结合的研发体系，加快产品迭代升级的速度，丰富室内通风产品品类，提高产品竞争力。

营销网络建设项目将完成对销售渠道的立体化布局，提高绿岛风品牌知名度。本项目将建设 15 家区域体验中心店和 5180 家经销网点。同时，本项目将通过广告投放、展会/推广会、明星代言等方式进行品牌推广。本项目有利于提高终端消费者对绿岛风品牌的认可度，进一步增强公司的销售能力，提高公司市场占有率。

8. 盈利预测与估值分析

8.1. 盈利预测

1. 新风系列产品

(1) 新风交换机：销量方面，随着国内室内环境政策推动、消费者对新风产品认可度的提高和精装修渠道持续发力，新风交换机的市场规模有望保持高速增长。根据前文的预测，我们预计 2020-2025 年国内新风系统销量的 CAGR 为 24.7%。我们认为，凭借产品性价比高、应用场景多样化、经销网络成熟广阔等优势，公司将享受新风市场增长的红利。预计 2021-2023 年公司新风交换机销量增速分别为 30.0%、25.0%、20.0%。随着公司对新风产品的外观设计、节能环保、智能化等方面进行优化升级，产品附加值将逐步提升，叠加产品结构优化，预计未来新风交换机均价将稳步提升。

(2) 建筑风机：“十四五”时期是我国交通基础设施建设的重要阶段。截至 2020 年，全国共有城市轨道交通线路 233 条，运营里程达 7545.5 公里；全国共 67 个城市轨道交通线网规划获批，在建规划线路总长达 7085.5 公里。建筑风机市场将受益于未来国内轨道交通的全面建设。随着国家全面推广绿色节能建筑以及居民对空气品质要求的提高，建筑风机在住宅市场的发展前景广阔。公司建筑风机能依据客户要求，对风量、风压、转速等参数进行定制化生产，满足客户在不同应用场景下的需求。我们预计 2021-2023 年建筑风机销量增速分别为 12.0%、8.0%、6.0%。随着建筑通风机进入高效、环保节能、低噪声的升级换代阶段，预计建筑风机均价将稳步提升。

(3) 工业风机：工业风机广泛应用于电力、水泥、石油化工、环保等工业的各个领域。随着我国工业化进程加速，我国正加快制造业绿色化、智能化升级。绿色工厂的节能环保、人性化设计将重视通风换气需求，进而推动工业风机市场稳步扩容。2017-2020 年公司工业风机销量的复合增速超过 25%。公司凭借领先的通风技术、丰富的项目经验以及完善的售后服务将享受工业风机市场的持续增长。随着公司加大工业风机经销商客户的开拓力度，预计 2021-2023 年工业风机销量增速分别为 20.0%、12.0%、10.0%。考虑到工业风机制造厂商较多，市场竞争较为激烈，预计工业风机均价增速和 CPI 增速保持一致。

(4) 换气扇：换气扇作为住宅和公共场所洁净室内空气的必备产品，市场空间广阔。2018-2019 年公司换气扇销量增速维持在以上 20%。2020 年公司换气扇销量受疫情影响销量有所下滑。凭借换气扇产品线齐全、功能多样、质量稳定、性价比高等优势，我们预计 2021-2023 年公司换气扇销量增速分别为 22.0%、20.0%、18.0%。换气扇工艺、技术等方面较为成熟，行业较为激烈，预计未来换气扇均价保持稳定。

2. 风幕机系列产品

随着消费者对餐饮、住宿业的通风环境质量、卫生管理关注度提升，餐厅、酒店的装修改造需求将推动风幕机行业稳定增长。公司是国内风幕机领域的知名品牌，以优美的外观与良好的性能广受客户认可，市场竞争力强。受疫情影响 2020 年公司风幕机销量增长大幅放缓。我们预计随着疫情缓解，餐饮业、酒店业将加速复苏，公司风幕机销量将恢复较快增长。预计 2021-2023 年风幕机销量增速分别为 12.0%、8.0%、5.0%，风幕机均价将稳步回升。

3. 其他主营业务

公司其他主营业务主要包括浴霸、电风扇等产品，2017-2020 年收入的复合增速在 30% 以上。随着消费者对温暖、舒适卫浴体验的追求不断提高以及浴霸产品向功能多样化、智能化发展，浴霸市场有望稳健增长。凭借深厚的室内通风技术积淀，公司未来将加大对浴霸、风扇的推广力度，预计 2021-2023 年其他主营业务收入的增速为 20.0%、15.0%、10.0%。

表 14：收入分类预测表

	2020	2021E	2022E	2023E
新风交换机				
单价YoY	4.8%	6.0%	5.0%	5.0%
销量YoY	-5.1%	30.0%	25.0%	20.0%
收入YoY	-0.5%	37.8%	31.3%	26.0%
毛利率	43.2%	43.2%	43.3%	43.3%
工业风机				
单价YoY	-1.3%	8.0%	3.0%	3.0%
销量YoY	12.1%	20.0%	12.0%	10.0%
收入YoY	10.6%	29.6%	15.4%	13.3%
毛利率	28.9%	28.7%	29.7%	30.7%
建筑风机				
单价YoY	4.4%	5.0%	2.0%	2.0%
销量YoY	-16.5%	22.0%	20.0%	18.0%
收入YoY	-12.8%	28.1%	22.4%	20.4%
毛利率	40.2%	40.2%	40.3%	40.4%
换气扇				
单价YoY	4.4%	5.0%	2.0%	2.0%
销量YoY	-16.5%	22.0%	20.0%	18.0%
收入YoY	-12.8%	28.1%	22.4%	20.4%
毛利率	40.2%	40.2%	40.3%	40.4%
风幕机				
单价YoY	-6.9%	8.0%	2.0%	2.0%
销量YoY	1.5%	12.0%	8.0%	5.0%
收入YoY	-5.5%	21.0%	10.2%	7.1%
毛利率	38.4%	39.3%	40.0%	41.0%
其他主营业务				
收入YoY	8.9%	20.0%	15.0%	10.0%
毛利率	10.7%	11.0%	12.0%	13.0%
各项业务合计				
营业收入YoY	-4.1%	26.0%	18.6%	16.2%
毛利率	18.2%	20.3%	21.1%	21.1%
业绩YoY	3.1%	38.0%	22.7%	16.2%

资料来源：Wind，安信证券研究中心测算

8.2. 费用假设

销售费用：受 2020 年疫情影响，公司终端网点扩展进度延缓，参加国内外展会、促销等线下推广活动的场次减少，预计 2020 年公司销售费用率下滑幅度较大。后续随着公司加大对各地户外广告的投放、开设体验店、积极参与各大型展会和推广会以提升品牌知名度，销售费用投放有望逐步增长。预计 2021-2023 年销售费用率分别为 10.0%、10.2%、10.4%。

管理费用：随着公司上市后经营规模的扩大，管理人员数量及工资将有所增长，但考虑到公司通过信息化系统实现高效管控，经营管理效率较高，预计未来公司管理费用率将控制在合理范围内。预计公司 2021-2023 年管理费用率分别为 4.2%、4.3%、4.3%。

研发费用：公司为保持技术领先优势，将持续加大研发投入和与外部机构合作进行项目研发，对产品进行智能化、高效化、低能效等性能提升，丰富产品种类。预计 2021-2023 年研发费用占营业收入比例分别为 3.2%、3.3%、3.3%。

8.3. 估值

现金流折现估值：

主要假设如下：

- 1) 选择十年期国债到期收益率 2.98% 作为无风险利率。
- 2) 选择 2000~2021 年深证成指年化平均收益率作为市场投资组合预期收益率 R_m ，参数设置为 11.28%，风险溢价为 8.30%。
- 3) 参考亿利达、南风股份、金盾股份、美的集团、格力电器过去 52 周的 β 均值为 0.43，参数设置为 0.50。
- 4) 将公司预测期分为三阶段：2021-2023 年为第一阶段，逐年预测；2024-2032 年为第二阶段，预计我国室内通风行业保持较快发展，公司通过不断开发新品和拓展品类，持续营销推广投入，逐渐成长行业龙头。我们预计半显性期公司自由现金流的增速 8%；2032 年以后为第三阶段。室内通风行业发展成熟，公司业务进入成熟期，我们给予公司永续增长率 2.5%。

根据上述假设，我们采用 FCFE 折现法对公司进行估值。我们测算公司的权益价值为 34.2 亿元，对应每股权益价值为 50.29 元。如果未来公司拓展其他业务板块，有望产生新的价值贡献。

表 15：绿岛风 FCFE DCF 模型中的关键假设及估值（2021.8.13）

估值假设		权益 FCFE 估值	
无风险利率	2.98%	显性预测（亿元）	0.5
风险溢价	8.30%	半显性预测（亿元）	8.8
β 系数	0.50	永续价值（亿元）	25.0
R_m	11.28%	权益价值（亿元）	34.2
K_e	7.13%	总股本（百万）	0.7
WACC	8.00%		
永续增长率	2.50%		

资料来源：Wind，安信证券研究中心测算

表 16：绿岛风 FCFE DCF 模型敏感性分析（单位：元）

Ke \ 永续增长率	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
10.00%	23.23	24.73	26.60	29.01	32.22
9.00%	26.93	28.99	31.64	35.18	40.12
8.00%	31.63	34.55	38.43	43.88	52.04
7.00%	37.75	42.03	48.02	57.02	72.00
6.00%	46.00	52.61	62.52	79.05	112.09

资料来源：安信证券研究中心

注：敏感性分析表中的数值为每股权益价值。

相对估值：A 股市场上和公司同属大通风行业的公司包括亿利达、南风股份、金盾股份。但上述公司的产品主要为定制化、目标客户集中、销售模式以直销为主，和公司不完全可比。考虑到暖通空调的应用场景和公司产品类似、主要附着在商用、家用建筑物上使用，我们将暖通空调行业中 A 股市场的美的集团、格力电器纳入可比公司范围内。上述可比公司 2020-2022 年 PE 剔除负值后的平均值分别为 17.48X、32.57X、12.47X。

公司是国内室内通风领域的领导者，精准定位新风系统赛道，未来将享受新风行业高速增长红利。考虑到公司产品线丰富、产品下游应用领域广泛、拥有行业内领先的室内通风技术、建立了广泛成熟的经销网络，未来业绩将保持快速增长。考虑到公司未来的增长潜力，对比

可比公司估值，我们给予公司 2021 年 35X 的 PE 估值，6 个月目标价为 50.08 元/股，

表17：可比公司估值表

类别	代码	公司名称	单位	最新价格	市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
						2020	2021E	2022E	2020	2021	2022E
A 股	002686.SZ	亿利达	CNY	6.17	34.94	-0.78	-	-	-	82.15	-
A 股	300004.SZ	南风股份	CNY	6.43	30.86	0.14	-	-	8.56	19.01	-
A 股	300411.SZ	金盾股份	CNY	9.02	36.67	-0.15	-	-	24.30	-	-
A 股	000651.SZ	格力电器	CNY	46.52	2,798.52	2.71	4.14	4.72	17.35	11.63	9.96
A 股	000333.SZ	美的集团	CNY	71.61	5,049.20	3.55	4.23	4.73	19.69	17.48	14.99
行业平均									17.48	32.57	12.47

资料来源：Wind，安信证券研究中心（市值为 2021 年 8 月 13 日收盘值）

9. 风险提示

1. 国内新风系统普及率提升不及预期

我国和欧美等发达国家存在一定的文化差异，新风系统进入我国市场的时间较晚，消费者对新风系统的功效认知不足，新风系统的价格也较高。如果新风系统在医院、酒店、学校、写字楼、购物中心等下游市场的渗透率不及预期，商用新风系统市场增速将放缓。如果新风系统在精装房、毛坯房、存量住宅中的渗透率不及预期，住宅新风市场增速将放缓。国内新风系统行业增速下行会对公司新风系统产品的销售产生不利影响。

2. 新风系统行业竞争加剧

近年新风系统行业保持快速增长，众多外资和内资品牌纷纷加入新风系统行业，行业竞争格局分散。如果行业内竞争对手通过价格战、广告战等手段抢占市场份额，行业整体利润率水平可能会随着行业竞争加剧而下降。如果公司不能持续保证产品质量、品牌、技术、渠道等方面的实力，将在激烈的行业竞争中失去优势地位，面临市场份额和盈利能力下滑的风险。

3. 原材料价格大幅上涨

公司生产所需的原材料包括钢材、五金塑料制品、电子元器件、铜质漆包线、塑料原料等。受宏观经济环境和行业供需变动影响，公司主要原材料的采购价格和钢铁、塑料、铜等大宗商品价格的相关性较大，采购价格存在一定的波动性。在公司的产品成本结构中，直接材料占主营业务成本的比例高于 75%。如果未来原材料采购价格大幅上涨，将对公司的成本控制造成不利影响，从而影响公司的盈利水平。

4. 经销模式管理风险

公司境内销售以经销模式为主，境内经销收入占比超过 80%。未来随着公司业务进一步拓展，日益庞大的销售网络需要公司花费大量人力、资金来进行监督、管理和维护。如果公司不能有效管理经销商和终端销售网点的恶性价格竞争、售假窜货、不正当使用品牌等不良行为，公司的品牌和市场形象将会受到负面影响。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
100,000,000	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4.3	4.1	5.2	6.2	7.2	成长性					
减:营业成本	2.7	2.6	3.3	3.8	4.4	营业收入增长率	11.6%	-4.1%	26.0%	18.6%	16.2%
营业税费	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	营业利润增长率	28.8%	-2.6%	40.3%	23.2%	16.4%
销售费用	0.5	0.4	0.5	0.6	0.7	净利润增长率	31.7%	3.1%	38.0%	22.7%	16.2%
管理费用	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	EBITDA 增长率	36.4%	5.5%	31.1%	27.5%	21.3%
研发费用	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	EBIT 增长率	39.2%	2.7%	19.0%	19.3%	17.4%
财务费用	0.0	0.0	-0.0	-0.1	-0.1	NOPLAT 增长率	28.7%	-2.2%	32.5%	19.3%	17.4%
资产减值损失	-0.0	-0.0	-	-	-	投资资本增长率	0.8%	-1.3%	177.8%	11.5%	3.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	40.6%	16.9%	498.1%	5.1%	5.6%
投资和汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
营业利润	0.8	0.8	1.1	1.3	1.5	利润率					
加:营业外净收支	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	毛利率	37.5%	37.0%	37.2%	37.7%	38.3%
利润总额	0.8	0.8	1.1	1.4	1.6	营业利润率	18.0%	18.2%	20.3%	21.1%	21.1%
减:所得税	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	净利润率	15.9%	17.1%	18.7%	19.4%	19.4%
净利润	0.7	0.7	1.0	1.2	1.4	EBITDA/营业收入	22.0%	24.2%	25.2%	27.1%	28.3%
						EBIT/营业收入	19.2%	20.6%	19.4%	19.5%	19.7%
资产负债表						运营效率					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	固定资产周转天数	74	99	137	185	203
货币资金	0.7	1.6	12.0	12.1	12.8	流动营业资本周转天数	36	25	20	22	20
交易性金融资产	0.0	-	-	-	-	流动资产周转天数	132	208	579	816	743
应收帐款	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	应收帐款周转天数	12	12	12	13	13
应收票据	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	存货周转天数	78	77	77	77	77
预付帐款	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	总资产周转天数	242	342	791	1,101	1,021
存货	0.9	0.8	1.4	1.3	1.8	投资资本周转天数	131	136	203	266	245
其他流动资产	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	29.0%	25.6%	5.9%	6.9%	7.6%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	20.5%	15.6%	5.3%	6.2%	6.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	43.3%	42.0%	56.4%	24.2%	25.5%
固定资产	1.0	1.3	2.7	3.7	4.4	费用率					
在建工程	0.2	0.0	1.4	1.0	0.7	销售费用率	12.0%	9.8%	10.0%	10.2%	10.4%
无形资产	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	管理费用率	3.1%	4.2%	4.2%	4.3%	4.3%
其他非流动资产	0.0	0.1	0.2	0.4	0.5	研发费用率	3.1%	3.1%	3.2%	3.3%	3.3%
资产总额	3.3	4.5	18.3	19.4	21.3	财务费用率	0.1%	0.2%	-0.9%	-1.6%	-1.4%
短期债务	-	0.5	-	-	-	四费/营业收入	18.3%	17.4%	16.5%	16.1%	16.6%
应付帐款	0.5	0.5	0.8	0.7	1.0	偿债能力					
应付票据	0.0	-	0.0	0.0	0.0	资产负债率	29.1%	38.8%	10.1%	10.5%	13.9%
其他流动负债	0.3	0.5	0.8	0.9	1.3	负债权益比	41.1%	63.4%	11.2%	11.8%	16.2%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.24	1.88	8.97	9.12	6.85
其他非流动负债	0.1	0.2	0.3	0.5	0.7	速动比率	1.16	1.33	8.09	8.31	6.06
负债总额	1.0	1.7	1.8	2.0	3.0	利息保障倍数	197.2	91.7	-21.7	-12.5	-14.1
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	0.5	0.5	0.7	0.7	0.7	DPS(元)	-	1.62	0.43	0.53	0.61
留存收益	1.8	2.2	15.8	16.6	17.6	分红比率	0.0%	156.1%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	2.4	2.8	16.5	17.3	18.3	股息收益率	0.0%	4.0%	1.1%	1.3%	1.5%
现金流量表						业绩和估值指标					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	0.7	0.7	1.0	1.2	1.4	EPS(元)	1.01	1.04	1.43	1.76	2.04
加:折旧和摊销	0.1	0.2	0.3	0.5	0.6	BVPS(元)	3.47	4.05	24.25	25.48	26.91
资产减值准备	0.0	0.1	-	-	-	PE(X)	38.5	37.3	27.0	22.0	19.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	11.2	9.5	1.6	1.5	1.4
财务费用	0.0	0.0	-0.0	-0.1	-0.1	P/FCF	39.8	20.9	-11.4	37.7	21.3
投资损失	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	P/S	6.1	6.4	5.1	4.3	3.7
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	10.8	8.3	6.4
营运资金的变动	0.3	0.5	-0.1	-0.1	0.2	CAGR(%)	20.4%	25.3%	23.3%	20.4%	25.3%
经营活动产生现金流量	0.9	1.1	1.1	1.4	2.0	PEG	1.9	1.5	1.2	1.1	0.7
投资活动产生现金流量	-0.2	-0.3	-3.0	-1.0	-1.0	ROIC/WACC	6.5	6.3	8.4	3.6	3.8
融资活动产生现金流量	-0.0	0.2	12.3	-0.3	-0.3	REP	-	-	0.4	0.8	0.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张立聪声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	徐逸岑	021-35082913	xuyc@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
	张杨	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
北京联系人	侯宇彤	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	刘晓莹	010-83321365	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源		youzy1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
深圳联系人	喻聪	0755-88914832	yucong@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	马田田	18318054097	matt@essence.com.cn
	张秀红		zhangxh1@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034