



买入 (首次)

所属行业: 商业贸易  
当前价格(港币): 41.90 元

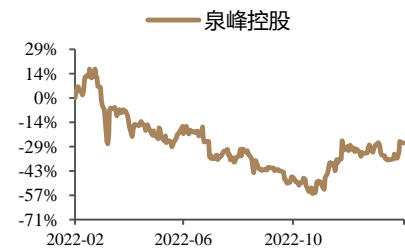
证券分析师

郑澄怀

资格编号: S0120521050001

邮箱: dengch@tebon.com.cn

市场表现



对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.63	2.82	43.75

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

# 泉峰控股: 品牌引领, 技术+产品+渠道+平台全面进击

投资要点

- 导语:** 泉峰控股为锂电 OPE 领军企业, 2020 年市占率达到 11.4%位列行业第二。2013 年公司推出 OPE 自有高端品牌 EGO, 适用的 Arc-Lithium™ 电池平台为业内首批 56V 电池平台之一, EGO 产品也是业内首批可与传统汽油发动机的动力和性能相媲美的锂电 OPE 产品之一。2020 年 7 月公司与劳氏达成战略合作, 截至 21 年劳氏已经成为公司第一大客户收入占比达到 40.9%。未来在强技术+好产品+电池包平台的支持以及核心渠道的助力下, 继续看好公司成长潜力!
- 泉峰控股:** 公司为全球领先的电动工具及户外动力设备 (OPE) 供应商, 专注锂电池系统技术领域的创新。20 余年发展历程, 公司从早期 ODM 业务到自建及收购布局 5 大自有品牌, 拥有覆盖消费级、工业级/专业级电动工具以及高端和大众市场 OPE 产品, 产品矩阵逐步成熟。截至 2022H1, 公司实现营业收入 10.03 亿美元/+15%, 归母净利润 0.64 亿美元/-26%, 其中 OPE 业务营收占比 59%、OBM 业务收入占比 71%。
- 行业领先的三电技术支持下, 公司推出核心自有品牌 EGO, 率先布局高压锂电平台, 面向高端群体, 先发优势建立市场认知, 强技术与产品质量奠定行业地位。** 20 余年锂电经验积累, 公司拥有高质量三电技术, 具备电机、PCBA、注塑成型和机加工的内部制造能力, 产品质量稳定且表现优秀(21H1 退货产品金额仅占营收 0.5%)。在核心技术的支持下, 公司于 2013 年推出 OPE 自有品牌 EGO, EGO 产品适用的 Arc-Lithium™ 电池平台为业内首批 56V 电池平台之一, 以 POWER+ 电池平台技术、智能电源管理和革命性的冷却技术, EGO 产品也成为业内首批可与传统汽油发动机的动力和性能相媲美的锂电 OPE 产品之一。截至 20 年 EGO 在全球锂电 OPE 品牌中位列第三位, 占据 9.8% 市场份额, 先发占领市场品牌认知。
- 电池平台为核心, 打造产品生态系统提高消费粘性&护城河。** 公司以电池平台为发展战略, 增强不同工具的电池平台兼容性(电池平台可以兼容统一品牌的不同产品类型), 例如 OPE 品牌 EGO 已经形成了以 56V 电池平台为核心的产品生态体系, 所有 EGO 产品(手推+手持+骑乘式 OPE 产品)共享同一 56V 电池平台。使得用户在购买产品后, 电池组可在不同工具中互换, 增加产品的使用便利性、降低产品使用成本, 以提高客户对于同系列产品的忠诚度。
- 深度绑定下游核心渠道, 强强联合带动公司稳健增长。** 2020 年之前, 公司第一大客户为家得宝, 2019 年收入占比为 20.9%。而由于创科实业与家得宝深度合作, 且合作体量超过公司, 泉峰控股于 2020 年 7 月与劳氏达成战略合作, 旗下 EGO、SKIL 及 FLEX 品牌的电动工具和 OPE 产品已经在劳氏的北美商店上市, 2020 年劳氏已经成为公司最大客户, 截至 21 年(与劳氏建立战略合作伙伴关系后的第一个完整运营年), 公司在劳氏渠道的收入达到 7.2 亿美元, 占比达 40.9%。劳氏作为北美建材家装仅次于家得宝的第二大零售商, 截至 21 年在全球拥有 1971 家门店, 未来有望与公司互相互助继续稳步成长。
- 毛利率更高的高端品牌&OBM 业务占比提升, 渠道深度绑定, 财务表现更加稳健, 未来有望量价齐升。** 公司收入维持高速增长, 由 18 年的 6.9 亿美元迅速提升至 21 年的 17.6 亿美元, 复合增速达到 36.5%; 21 年实现 1.45 亿美元的归母净利润。公司始终以锂电产品作为重点发展战略, 其中尤其是面向高端市场的 OPE 品牌 EGO 凭借高电压领先布局以及强势产品力, 同时绑定下游核心渠道, 收入及占比迅速提升, 其中 EGO 品牌收入 18-20 年复合增速可达到 61.8%, 截至 21H1, EGO 收入占比达到 39.3%。由于高端市场产品占比快速提升, 即使 21 年受到原材料以及国际运输成本上行的不利影响, 公司 21 年毛利率相比于 20 年下滑 2.6pct, 表

现相比同行更加稳健。未来在外部不利因素逐步消退后，公司有望迎来量价齐升。

- 投资建议：**公司深耕 OPE 及电动工具多年，三电技术领先同行，EGO 品牌定位高端，凭借高电压先发优势+高质量产品率先建立市场认知，电池平台化发展提高客户粘性夯实品牌护城河。20 年深度绑定下游渠道强强联合，业绩增长可期。22-24 年实现归母净利润为 1.53、1.90、2.33 亿美元，增速分别为 5.9%、24%、23%。23 年可比公司 PE 为 17X，首次覆盖，予以“买入”评级。
- 风险提示：**客户集中度较高、国际贸易摩擦、境外需求不及预期、新技术研发和新产品开发进度不及预期、原材料及汇率波动

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	511.05		2020	2021	2022E	2023E	2024E
流通港股(百万股):	511.05	营业收入(百万元)	1201	1758	2017	2362	2796
52 周内股价区间(港元):	25.00-70.17	(+/-)YOY(%)	42.36%	46.37%	14.74%	17.12%	18.36%
总市值(百万港元):	21,413.15	净利润(百万元)	44	145	153	190	233
总资产(百万港元):	14,858.02	(+/-)YOY(%)	30.56%	225.85%	5.93%	23.94%	22.84%
每股净资产(港元):	13.86	全面摊薄 EPS(元)	—	0.30	0.31	0.37	0.46
资料来源:公司公告		毛利率(%)	30.7%	28.1%	28.8%	30.9%	31.5%
		净资产收益率(%)	17.08%	18.14%	15.19%	14.63%	15.23%

资料来源:公司年报(2020-2021), 德邦研究所  
 备注:净利润为归属母公司所有者的净利润,注,上述单位均为美元。

## 内容目录

1. 电动工具及 OPE 龙头，自有品牌强劲增长 .....	6
1.1. 全球领先的电动工具及户外动力设备 (OPE) 供应商 .....	6
1.2. 从 ODM 到自有品牌，步步为营稳步发展 .....	7
1.3. 股权清晰管理稳定，国际化团队行业经验丰富 .....	7
1.4. 营收高速增长，强势品牌 EGO 带动 OBM 业务快速发展 .....	9
1.4.1. 业绩高速增长，高度重视 OBM 业务 .....	9
1.4.2. OBM&高端产品占比提升，毛利率维持稳健 .....	10
2. 锂电渗透率加速提升，先发企业占优 .....	12
2.1. 电动工具&OPE 市场稳健增长，需求主要集中在北美&欧洲 .....	12
2.2. 锂电替代进程加速，供需政策多方共同催化 .....	14
2.2.1. 电动工具无绳趋势加速渗透 .....	14
2.2.2. 供需+政策共振，OPE 锂电替代为大势所趋 .....	15
2.2.3. 低功率 OPE 锂电进度较快但还有渗透空间，锂电骑乘式处于渗透初期 ...	16
2.3. 行业格局相对集中，锂电技术具有进入壁垒，先发企业占优 .....	18
3. 自有品牌 EGO 核心驱动，产品+生态+技术+渠道全面进击 .....	20
3.1. 产品力：品牌战略定位清晰，OPE 高端品牌 EGO 为主要增长引擎 .....	20
3.1.1. EGO 先发优势布局高压电池平台，高端市场定位产品力领先 .....	20
3.1.2. 电动工具品牌多元，收购开拓海外市场 .....	23
3.2. 以电池平台为核心，打造产品生态系统提高消费粘性&护城河 .....	23
3.3. 三电技术优势显著，垂直一体化生产体系产品质量领先 .....	24
3.3.1. 自研核心技术稳扎稳打，具备研发壁垒 .....	24
3.3.2. 垂直一体化生产，产品质量稳定迭代更新更具优势 .....	25
3.4. 深度绑定线下核心渠道，带动公司业务稳健成长 .....	26
4. 盈利预测与投资建议 .....	28
5. 风险提示 .....	29

## 图表目录

图 1：“造好工具，助世界一臂之力”为公司发展愿景 .....	6
图 2：从贸易、ODM 到自有品牌泉峰一路稳步发展 .....	7
图 3：公司股权结构较为集中（截至 22H1） .....	7
图 4：公司营业收入及增速 .....	9

图 5: 公司归母净利润及增速.....	9
图 6: 截至 21 年公司北美地区收入占比达到 68%.....	9
图 7: 截至 22H1 公司 OPE 业务收入占比达到 59% .....	9
图 8: 公司 OPE 业务实现快速增长(百万美元, %) .....	10
图 9: 公司 OBM、ODM 业务营业收入(百万美元)及 YOY(%) .....	10
图 10: OPE 及电动工具毛利率情况 .....	11
图 11: OBM 及 ODM 业务毛利率情况.....	11
图 12: 公司期间费率 .....	11
图 13: 工具行业产品分类 .....	12
图 14: 全球按区域划分的电动工具市场规模 (亿美元) .....	12
图 15: 全球按区域划分的 OPE 市场规模 (亿美元) .....	12
图 16: 2020 年按终端用户分类的电动工具市场规模占比 (%) .....	13
图 17: 2018 年按使用方法分类的 OPE 市场规模占比 (%) .....	13
图 18: 电动工具及 OPE 主要品牌.....	13
图 19: 无绳电动工具增速更快.....	14
图 20: 无绳类电动工具渗透率.....	14
图 21: 按动力来源划分的 OPE 市场规模 (亿美元) .....	15
图 22: 使用燃油割草机, 后期使用成本较高 .....	15
图 23: 不同花园平均面积对应的锂电化率有所不同 .....	16
图 24: 美国 50 个州中, 仅有 10 个州的家庭花园平均面积超过 1/2 英亩.....	17
图 25: 坐骑式割草机锂电化进度更快.....	17
图 26: 坐骑式割草车还有较大的增长潜力 .....	18
图 27: 泉峰控股以及格力博推出的新能源割草机.....	18
图 28: 公司自有品牌定位清晰.....	20
图 29: 2020 年 EGO 品牌在锂电 OPE 产品排名第三位.....	21
图 30: Ego 全品类系列产品 .....	21
图 31: EGO 56V Arc LithiumTM 电池平台 .....	21
图 32: EGO 产品电池平台性能领先.....	21
图 33: 泉峰控股 OPE 产品平均售价(美元).....	21
图 34: EGO Z6 锂电零转向骑乘式割草机.....	21
图 35: 公司研发费率 .....	24
图 36: 截至 21 年公司累计获批专利数量 .....	24
图 37: 21H1 公司退货产品金额占收入比重仅为 0.5%.....	25

图 38: 公司 OBM 业务收入 (亿美元) 及 YOY (%) .....	26
图 39: 公司各渠道收入占比 (%) .....	26
表 1: 泉峰控股核心管理层介绍 .....	8
表 2: 公司各业务毛利率 (%) .....	11
表 3: 不同国家相关政策内容 .....	16
表 4: 锂电 OPE 具备一定技术壁垒 .....	18
表 5: 公司 OBM 各品牌收入(亿美元)及占比 (%) .....	20
表 6: 泉峰 EGO 商用产品布局 .....	22
表 7: 公司电动工具品牌矩阵 .....	23
表 8: 公司电池平台及适用产品 .....	23
表 9: 公司核心技术及主要介绍 .....	25
表 10: 公司现有生产基地及产能利用情况 .....	26
表 11: 公司生产扩张计划 .....	26
表 12: 公司主要客户业务收入占比变化 (%) .....	27
表 13: 公司在劳氏与家得宝渠道的收入变动 (亿美元) .....	27
表 14: 盈利预测 (亿美元) .....	28
表 15: 可比公司与估值 .....	28

## 1. 电动工具及 OPE 龙头，自有品牌强劲增长




### 1.1. 全球领先的电动工具及户外动力设备 (OPE) 供应商

泉峰控股为全球领先的电动工具及户外动力设备 (OPE) 供应商，专注锂电池系统技术领域的创新。泉峰通过自建及收购布局 5 大品牌，目前整体拥有覆盖消费级、工业级/专业级电动工具以及高端和大众市场 OPE 产品，产品矩阵逐渐成熟。

泉峰在快速发展的 OPE 市场中具有定位高端的 Ego 品牌。Ego 自 2013 年创立以来得到全球电动 OPE 市场认可，按电动 OPE 产品收入来看，公司排名从 2018 年的第七位迅速上升到 2020 年的第二位，复合增速 62.8%，强势品牌的快速崛起拉动公司自有品牌整体增速。

电动工具多品牌差异化定位，产品布局完善。公司电动工具业务拥有 FLEX、SKIL、大有及小强四个差异化且广受认可的品牌，覆盖主要地区及细分市场。按电动工具收入计，公司的全球排名由 2018 年的第 9 位上升至 2020 年的第 7 位，行业地位领先。

表 8: 泉峰控股旗下 5 大品牌定位和布局

品牌	里程碑	品牌定位	主要产品类别	目标用户	主要市场区域
	2013 年 (创立)	全球电动 OPE 市场排名第三	OPE	高端用户	北美、欧洲和澳洲
	1922 年 (创立) 2013 年 (收购)	高端电动工具品牌	电动工具	专业级用户	欧洲、北美和亚洲
	1924 年 (创立) 2017 年 (收购)	面向大众市场的电动工具品牌	电动工具+OPE	消费级用户	北美、欧洲和亚太地区
	2007 年 (自建)	高端电动工具品牌	电动工具	专业级和工业级用户	亚洲
	2013 年 (自建)	高性价比专业电动工具品牌	电动工具	建筑和家装行业用户	中国

资料来源：泉峰招股说明书，泉峰控股官网，德邦研究所

泉峰控股以“造好工具，助世界一臂之力”为美好愿景，立志通过持续创新，为全球用户提供卓越的产品，成为电动工具及户外动力设备行业锂电化、智能化及数字化时代的创新驱动型领导者。

图 1: “造好工具，助世界一臂之力”为公司发展愿景



资料来源：公司公告，德邦研究所

## 1.2. 从 ODM 到自有品牌，步步为营稳步发展

**超 20 年发展历史，从外贸 ODM 到自有品牌发展。**公司发展历史最早追溯到 1994 年，由目前实控人潘龙泉先生、张彤女士、许宁峰先生在南京创办泉峰国际贸易，专注于电动工具及相关产品的出口。

**1994-2006 年公司早期发展阶段：**1994 年泉峰国际贸易成立，专注电动工具产品出口业务，1997 年正式进军制造业务，1999 年-2005 年注册香港、美国子公司；制造生产上 2006 年开设德朔工业园。

**2007 年至今公司通过自建、收购完善自有品牌矩阵实现快速成长：**2007 年在国内市场推出专业级品牌大有，2013 年完成德国品牌 Flex 收购，推出户外动力设备品牌 EGO，针对国内建筑及家居装修行业承包商市场推出小强品牌，2017 年收购北美及欧洲的 SKIL 业务；制造生产上 2015 年开设德朔新能源工业园；2020 年注册泉峰越南子公司，整体完成从 ODM 向全球化电动工具及 OPE 品牌供应商的跃迁。

图 2：从贸易、ODM 到自有品牌泉峰一路稳步发展

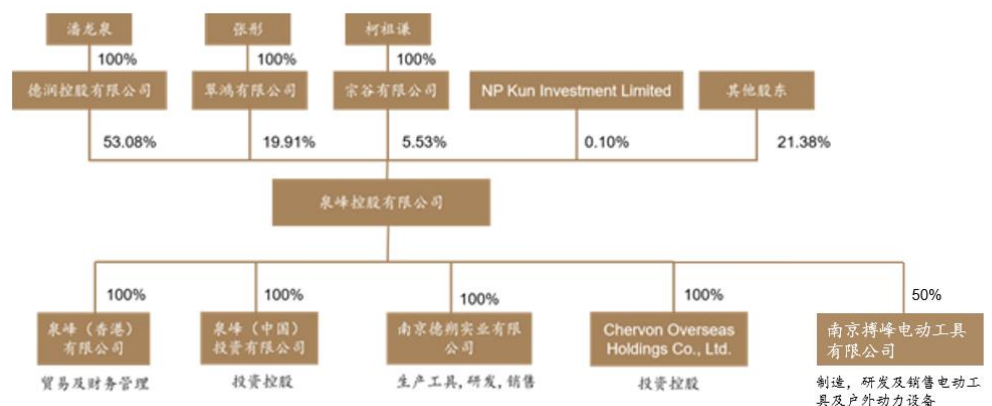


资料来源：公司公告，德邦研究所

## 1.3. 股权清晰管理稳定，国际化团队行业经验丰富

**公司股权集中结构稳定，创始人股权比例过半。**截止 2022 年半年报，创始人潘龙泉先生持股 53.08%，董事张彤持股 19.91%，柯祖谦持股 5.53%，潘龙泉先生为公司总经理&董事长，张彤女士和柯祖谦先生均为公司早期联合创始人，多年来合作稳定，创始人持股比例过半。

图 3：公司股权结构较为集中（截至 22H1）



资料来源：公司公告，德邦研究所  
 注：子公司选取日期截至 21 年。

**公司核心管理层拥有丰富经验，核心团队共事超 20 年稳定性强。**公司核心管理人员具有丰富的从业经验与较高的专业度，根据公司招股书，董事长潘龙泉先生管理泉峰控股达 27 年，拥有超 30 年的电动工具及 OPE 产品行业经验；创始人及公司二股东张彤女士，负责北美的整体运营、管理；核心团队均有多年行业经验，且共事超 20 年，团队稳定性强；国内外高管均学历背景优秀，行业经验丰富，团队具有国际视野，海外团队实现本土化管理。

表 1：泉峰控股核心管理层介绍

姓名	职位	获委任为董事日期	角色职责	背景
潘龙泉先生	执行董事、董事长及行政总裁	1999 年 6 月 22 日	监督公司的整体经营、管理、战略规划及业务开发；提名委员会成员	南京大学硕士，超 30 年的电动工具及 OPE 产品行业经验，管理本集团达 27 年
张彤女士	执行董事兼北美销售及营销执行副总裁	1999 年 6 月 22 日	监督本集团在北美的整体运营、管理、战略规划以及销售及营销开发；薪酬委员会成员	中欧商学院硕士，超 20 年的电动工具及 OPE 产品行业经验
柯祖谦先生	执行董事兼制造与供应链执行副总裁	1999 年 6 月 22 日	监督本集团的制造及生产流程与管理	同济大学硕士，超 20 年的电动工具及 OPE 产品行业经验
Michael John Clancy 先生	执行董事兼北美销售及营销高级副总裁	2021 年 8 月 4 日	监督本集团在北美的整体运营、管理、战略规划以及销售及营销开发	美国德保罗大学工商管理硕士学位，丰富的电动工具行业经验，超 30 年的企业管理经验
田明先生	独立非执行董事	2021 年 12 月 8 日	监督董事会并向其提供独立判断；薪酬委员会主席以及审核委员会及提名委员会成员	中欧国际工商学院工商管理硕士学位，在竞争策略、运营管理及物业投资与开发方面拥有 20 年的丰富经验
李明辉博士	独立非执行董事	2021 年 12 月 8 日	监督董事会并向其提供独立判断；审核委员会主席及薪酬委员会成员	厦门大学会计学博士，注册会计师，南京大学商学院会计学教授
蒋立先生	独立非执行董事	2021 年 12 月 8 日	监督董事会并向其提供独立判断；提名委员会主席及审核委员会成员	中欧商学院工商管理硕士，全国专业标准化技术委员会成员
胡以安先生	首席财务官	2003 年 4 月 1 日	监督本集团的整体财务运营以及投融资活动	澳大利亚国立大学国际管理硕士，曾任爱立信财务经理，领导公司财务及投融资工作
吴书明先生	研发副总裁	2010 年 3 月 1 日	监督及管理本集团的研发系统及技术开发	合肥工业大学真空技术及设备学士，曾任南京土壤仪器厂工程师，长期负责公司研发工作
吴钢先生	首席数字总监	2021 年 4 月 26 日	监督本集团的数字战略及信息技术开发	复旦大学工商管理硕士，曾管理汽车行业多家公司的数字及信息系统，拥有丰富的相关经验
章鼎先生	产品管理副总裁	2013 年 1 月 1 日	监督本集团所有品牌及类别的产品规划及产品管理	利兹大学国际营销管理硕士
单晓东女士	人力资源副总裁	2017 年 5 月 16 日	监督本集团的人力资源与行政规划及管理	挪威管理学院管理学硕士，曾于多家公司担任高级人力资源管理职位
Peter John Melrose 先生	欧洲销售及营销部副总裁	2015 年 11 月 26 日	监督本集团在欧洲的整体运营、管理、战略规划以及销售及营销开发	英国赫尔大学工商管理硕士学位，曾在电动工具行业头部公司和新能源行业头部公司负责销售、营销、产品开发等工作
Christian Neuner 博士	副总裁—FLEX 品牌	2016 年 10 月 9 日	监督 FLEX 品牌产品的整体运营、管理、战略规划以及销售及营销开发	德国拜罗伊特大学工商管理硕士学位（主修市场营销及生产）及工商管理博士，曾任罗兰贝格项目经理，欧洲电动工具协会的理事会成员，德国电动工具协会副理事长

资料来源：公司招股说明书、德邦研究所

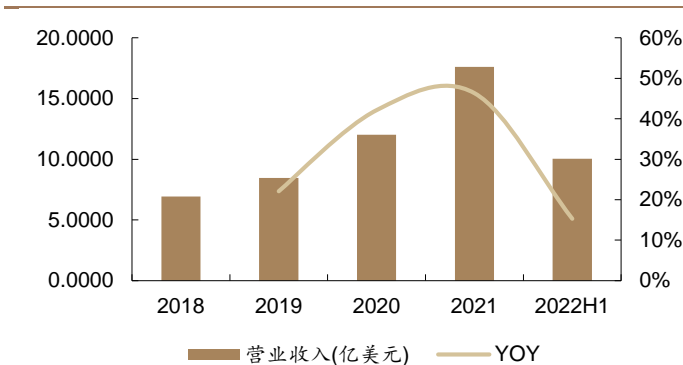
**五大研发中心，全球化研发团队。**公司始终专注于以用户为中心的创新理念，致力于为消费者创造更优质的使用体验。截止 21 年年报，公司于全球五个国家（中国、美国、德国、英国及荷兰）均设有研发中心，研发团队数量达 680 名，占比达 10.1%，团队间通过交流与合作，使得公司产品可以在多领域，多品类，多渠道都及时获取与学习行业一流技术。

## 1.4. 营收高速增长，强势品牌 EGO 带动 OBM 业务快速发展

### 1.4.1. 业绩高速增长，高度重视 OBM 业务

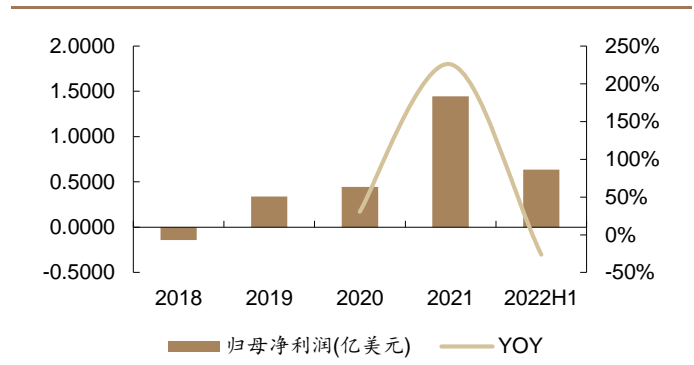
**公司业绩维持高速增长。****1) 营业收入：**公司收入维持高速增长，由 2018 年的 6.9 亿美金提升至 21 年的 17.6 亿美金，年复合增速达到 36.5%，其中 20 年销售额首次突破 10 亿美金。截至 22H1，公司实现营业收入 10.03 亿美金，YOY+15.3%，增速放缓主要系 22 年上半年电动工具行业由于市场需求放缓以及客户缩减库存导致电动工具销售收入同比下滑 11.5%，但同期 OPE 销售收入仍维持 43.9% 的增速增长。**2) 利润：**2018 年公司亏损 0.14 亿美元，主要系增加对 OBM 业务的投资以及收购 SKIL 带来的相关整合成本。2019 年公司实现了 0.34 亿美元的归母净利润，至 2021 年增长至 1.45 亿美金。截至 22H1，公司实现归母净利润 0.64 亿美元，YOY-26.2%，主要系原材料成本、汇率波动以及运输成本压力提升，未来随外部不利影响的减弱，公司业绩有望继续稳健增长。

图 4：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

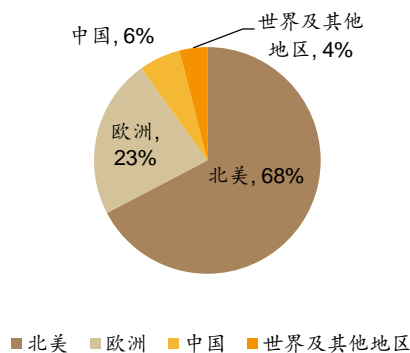
图 5：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

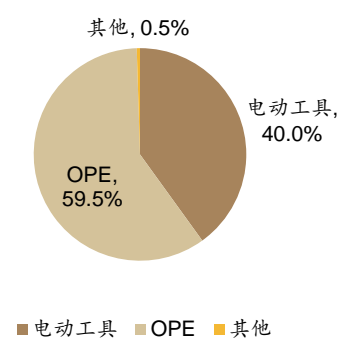
**1) 分地区来看：**公司业务主要集中于北美&欧洲地区，截至 21 年，公司北美地区营业收入占比达到 68%，且近年来不断提升(2018 年为 55.6%)；欧洲地区营业收入占比 23%，中国以及世界其他地区营收占比为 10%。**2) 分品类来看，**OPE 业务在自有品牌 EGO 的带动下实现强劲增长，营业收入由 2018 年的 2 亿美元快速提升至 21 年的 8.64 亿美元，复合增速达到 62.5%，22H1 公司 OPE 业务占比达到 59.5%，已经超过电动工具业务成为公司第一大业务。公司电动工具业务稳健发展，营业收入由 2018 年的 4.8 亿美元提升至 21 年的 8.85 亿美元，复合增速为 22.3%；22H1 由于行业市场需求放缓以及客户缩减库存导致电动工具销售收入同比下滑 11%。

图 6：截至 21 年公司北美地区收入占比达到 68%



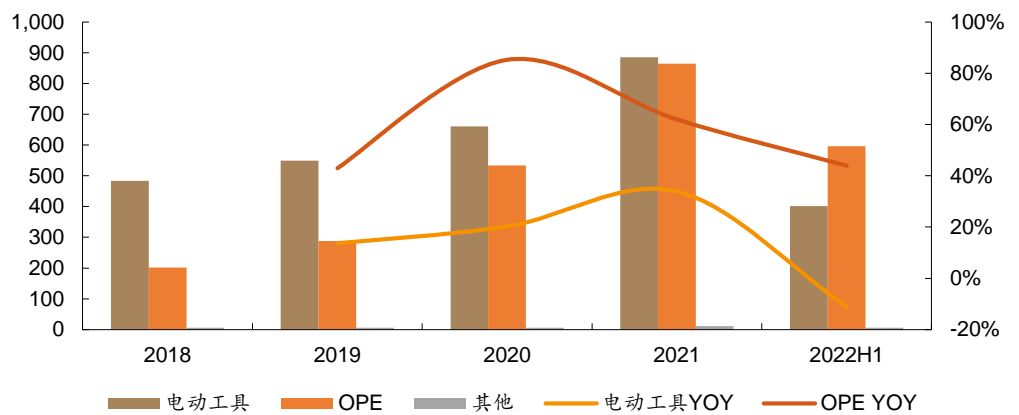
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 7：截至 22H1 公司 OPE 业务收入占比达到 59%



资料来源：公司公告，德邦研究所

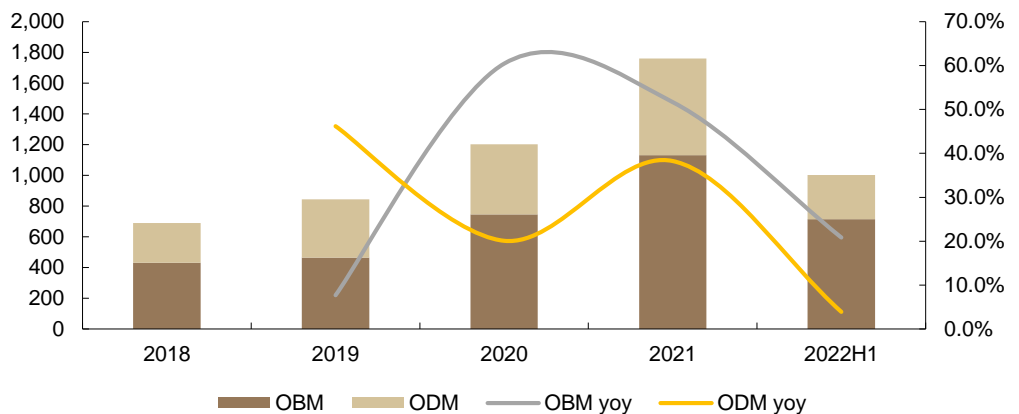
图 8: 公司 OPE 业务实现快速增长(百万美元, %)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

3) **自有品牌/代工来看**, 公司高度重视自有品牌的发展, 目前在以 EGO 为核心的 OPE 品牌以及大有、小强、SKIL、FLEX 为主的电动工具品牌带动之下, OBM 业务快速提升, 营业收入占比已经由 2018 年的 62.5% 提升至 22H1 的 71.3%。公司 ODM 业务主要向零售商(如 Lowe's)以及制造公司设计及制造产品, 截至 22H1 公司 ODM 业务收入为 2.88 亿美元/+4%, 占比为 28.7%。

图 9: 公司 OBM、ODM 业务营业收入(百万美元)及 YOY(%)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

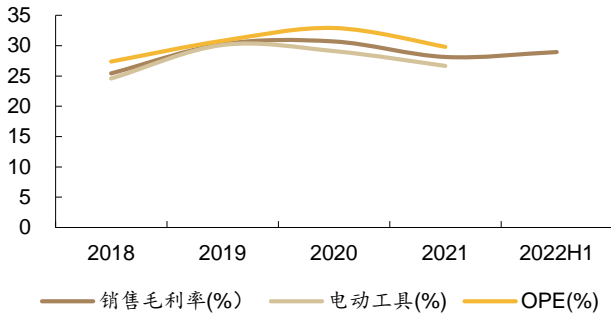
#### 1.4.2. OBM&高端产品占比提升, 毛利率维持稳健

**锂电产品为重点战略, OBM 业务以及高端产品占比提升带动毛利率维持稳健。**

1) **整体来看**, 公司毛利率水平维持比较稳健, 2018 年公司毛利率为 25.4%, 毛利率较后几年低的原因主要是降价促销 OBM 产品(尤其是 EGO)迅速获得市场份额, 随着毛利率更高的 OBM 业务占比提升以及策略性的专注于锂电产品, 毛利率回升后维持相对稳健。2021 年公司毛利率相比 2020 年下滑 2.6pct 为 28.1%, 主要系原材料成本以及国际运输成本上涨导致, 但由于公司售价更高的高端市场产品占比的提升能够部分抵消成本上行带来的不利影响, 公司毛利率仍然保持相对稳健。截至 22H1, 公司毛利率为 28.9%, 相比于 21 年已经实现一定修复, 预计未来随着外部不利因素逐步消退后公司毛利率将快速回升。

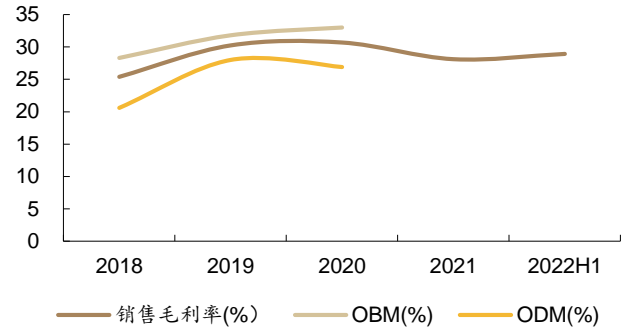
2) **分业务来看**: OPE 产品毛利率高于电动工具; OBM 业务毛利率高于 ODM 业务; 高端市场产品明显优于大众产品。

图 10: OPE 及电动工具毛利率情况



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 11: OBM 及 ODM 业务毛利率情况



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

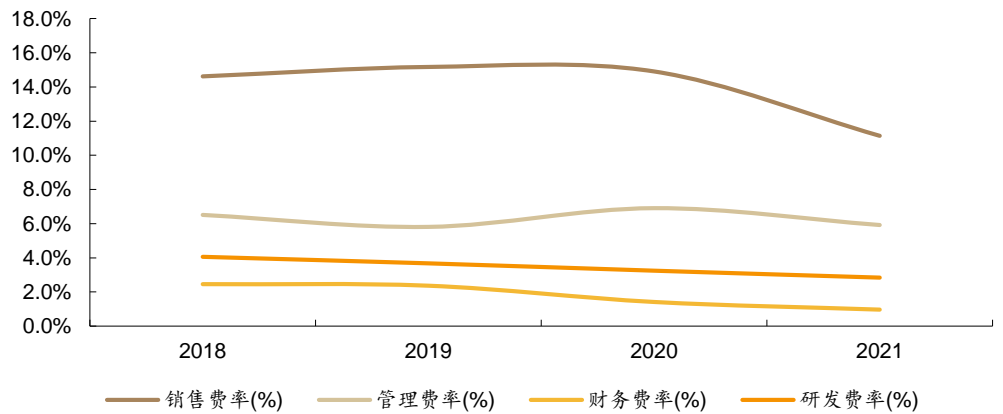
表 2: 公司各业务毛利率(%)

	2018	2019	2020	2021H1
销售毛利率	25.4	30.3	30.7	28.9
电动工具	24.6	30.1	29.1	26.7
工业级/专业级	27.3	31.7	29.1	26.5
消费级	22.5	28.9	29.0	26.8
OPE	27.4	30.8	32.9	31.5
高端	28.7	33.0	33.8	33.0
大众市场	18.6	24.4	27.2	24.4

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

公司期间费率维持稳定, 截至 2021 年, 公司销售费率、管理费率、财务费率及研发费率分别为 11.1%、5.9%、1.0%、2.8%。

图 12: 公司期间费率



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

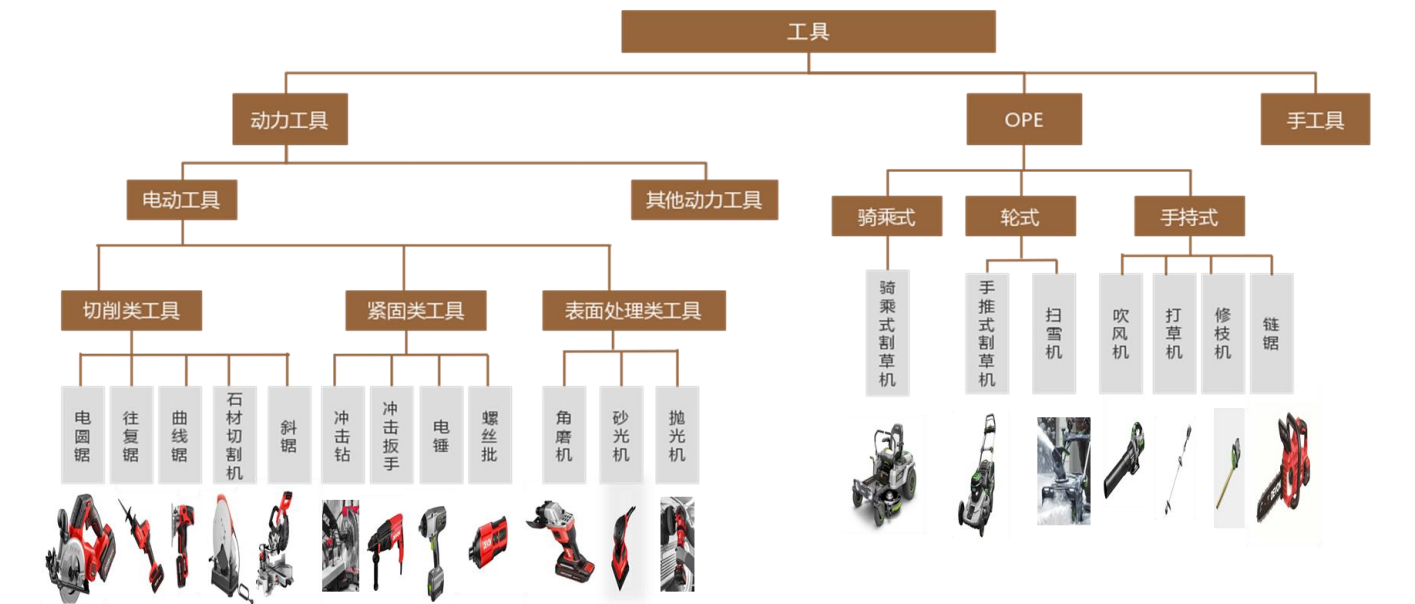
## 2. 锂电渗透率加速提升，先发企业占优

### 2.1. 电动工具&OPE 市场稳健增长，需求主要集中在北美&欧洲

1) **动力工具**: 动力工具按动力来源可分为电动工具和其他动力工具两个部分，其中电动工具可广泛地定义为除纯手动劳作外，利用其他动力及机制进行操作的工具类型。按功能将电动工具划分为切削类工具（如电圆锯、往复锯和石材切割机）、紧固类工具（如冲击钻和冲击扳手）及表面处理类工具（如角磨机和砂光机）。

2) **OPE 产品**: 户外动力设备(OPE)产品可以广义地定义为主要用于草坪、花园或庭院维护的工具或设备。如割草机、吹风机、扫雪机和修枝机等，按照工作方式，可以划分为小型的手持式设备(如吹风机、打草机等)、手推式/轮式(如手推式割草机)、大型骑乘式割草机。

图 13：工具行业产品分类



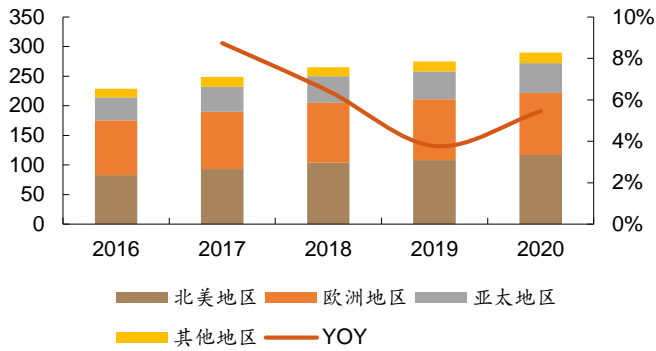
资料来源：泉峰控股官网，大有公司官网，德邦研究所

**全球工具市场稳步增长，年复合增速约为 5-6%，需求主要集中在欧美地区。**

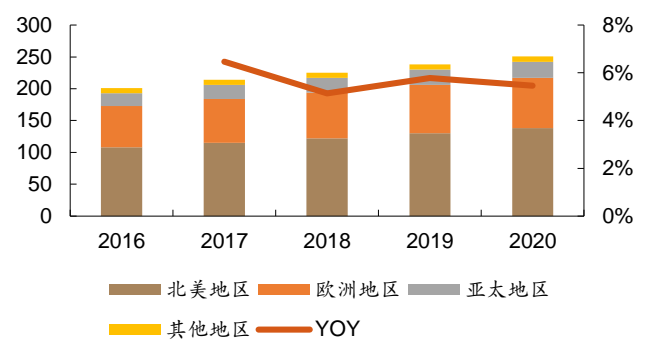
①全球动力工具市场稳步增长，由 2016 年的 309 亿美元增长至 2020 年的 392 亿美元，CAGR 为 6.1%；2020 年，北美及欧洲电动工具市场规模分别为 117 亿美元及 105 亿美元，在电动工具中的市场份额分别为 40.2%、36.1%，为电动工具市场的主要需求来源。②全球 OPE 市场与电动工具市场增速接近，规模由 2016 年的 201 亿美元提升至 2020 年的 250 亿美元，复合增速为 5.6%；OPE 市场需求也主要集中在欧美地区，2020 年北美、欧洲市场规模占比分别达到 55.2% 及 31.6%。

图 14：全球按区域划分的电动工具市场规模（亿美元）

图 15：全球按区域划分的 OPE 市场规模（亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，泉峰控股招股说明书，德邦研究所



资料来源：弗若斯特沙利文，泉峰控股招股说明书，德邦研究所

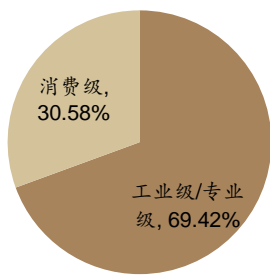
**分品类来看：电动工具市场以专业级/工业级为主，OPE 市场商用与家用产品占比接近。**

1) **电动工具**：按照使用场合电动工具可以分为工业级/专业级以及消费级电动工具，其中工业级电动工具又被称为装配线工具，用于满足特定工业环节专业使用，要求相当精密严格，需要经得起大负荷长期使用；专业级电动工具定位于有较强专业要求的应用领域，如专业角磨机、开槽机、电钻、电锤等广泛用于厂房、宾馆、商业大厦的建筑及建筑装潢领域；消费级电动工具也成为 DIY 电动工具，主要针对非专业人士应用于非专业领域。电动工具市场以专业级/工业级为主，2020 年占整体电动工具市场规模的比重为 69.42%，消费级电动工具市场份额约为 31%。

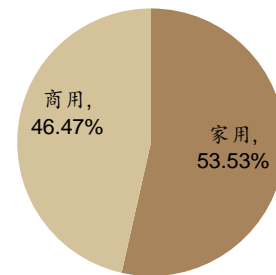
2) **OPE**：根据大叶股份招股书，OPE 市场中，商用和家用产品占比比较接近，18 年份额分别为 46.47%、53.53%。

图 16：2020 年按终端用户分类的电动工具市场规模占比 (%)

图 17：2018 年按使用方法分类的 OPE 市场规模占比 (%)

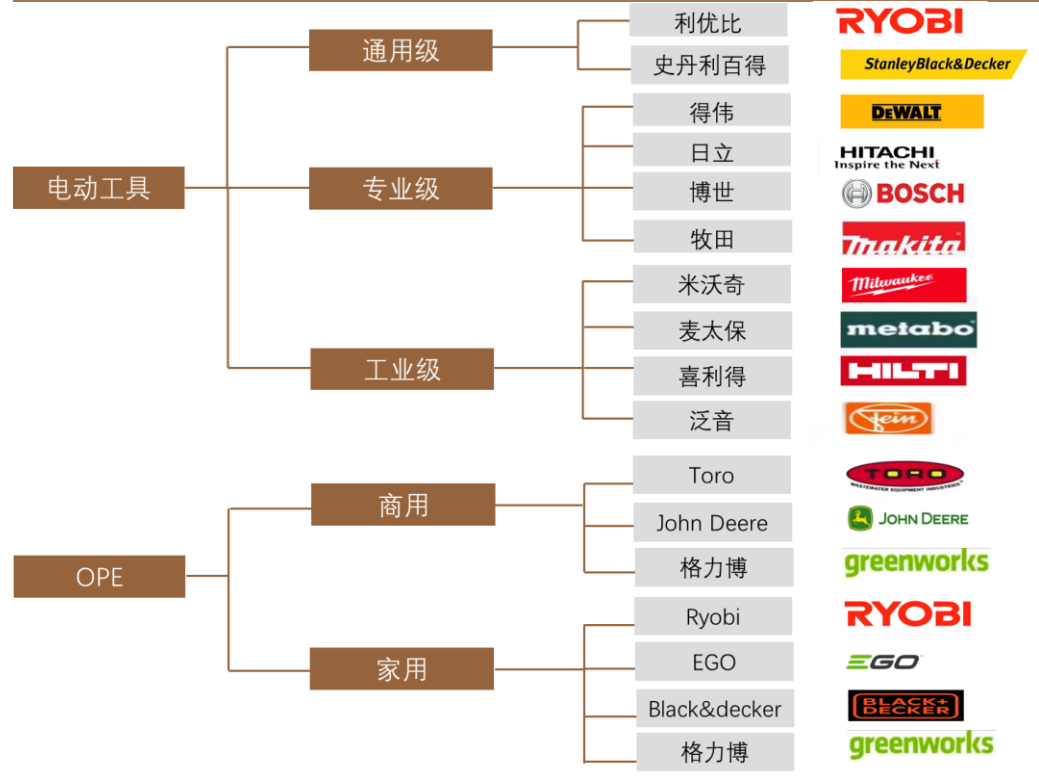


资料来源：弗若斯特沙利文，泉峰控股招股说明书，德邦研究所



资料来源：大叶股份招股书，德邦研究所

图 18：电动工具及 OPE 主要品牌



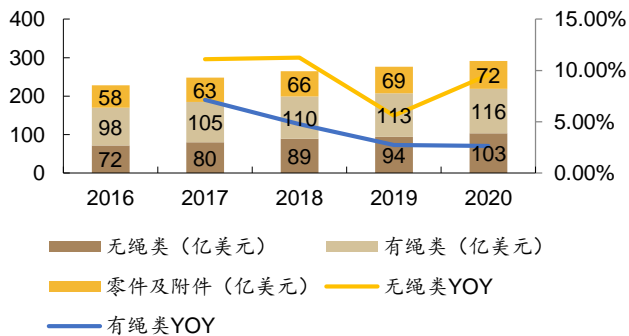
资料来源：前瞻产业研究院，头豹研究院，德邦研究所整理

## 2.2. 锂电替代进程加速，供需政策多方共同催化

### 2.2.1. 电动工具无绳趋势加速渗透

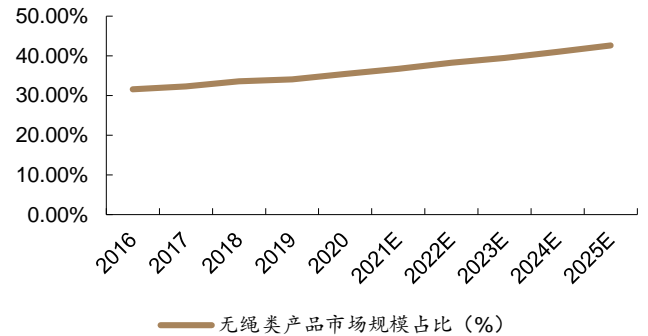
电动工具主要包括无绳、有绳类产品，无绳电动工具加速发展。2020年，无绳类产品、有绳类产品市场规模分别为103亿美元、116亿美元，占整体电动工具市场规模的比重分别为35.40%、39.86%。其中无绳类市场规模以高于有绳类及整体市场的增速发展，2016-2020年复合增速为9.4%，同期有绳电动工具及整体电动工具市场的规模复合增速为4.3%、6.3%。与有绳电动工具相比，无绳（锂电）电动工具具有良好用户体验、成本效益高及节能环保等方面的优势，同时还可提供与传统产品相媲美的动力及性能，对终端用户的吸引力日益增加。随着锂电池技术的发展，未来无绳电动工具渗透率有望加速提升，弗若斯特沙利文预计至25年无绳电动工具渗透率将达到42.6%，相比于20年提升7.2pct。

图 19：无绳电动工具增速更快



资料来源：泉峰控股招股书，弗若斯特沙利文，德邦研究所

图 20：无绳类电动工具渗透率

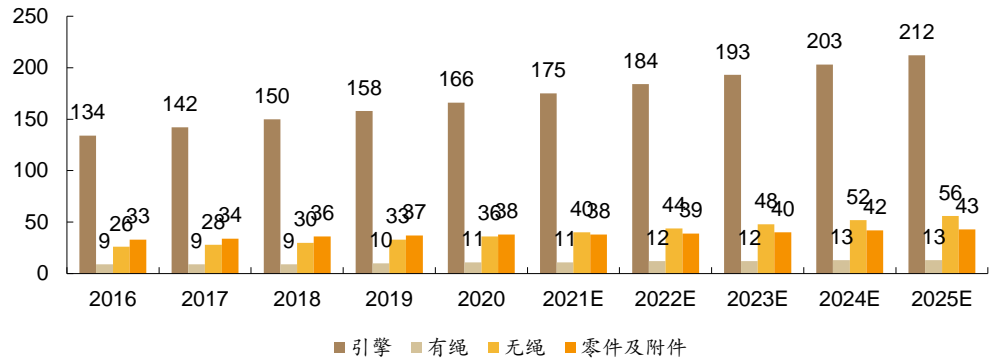


资料来源：泉峰控股招股书，弗若斯特沙利文，德邦研究所

### 2.2.2. 供需+政策共振，OPE 锂电替代为大势所趋

**OPE 市场中仍以燃油产品占据绝对比重。**根据弗若斯特沙利文数据，2020 年 66.1%的 OPE 产品主要以汽油燃油引擎为动力源，市场规模达到 166 亿美元，无绳动力和有绳动力的市场份额分别占 14.3%和 4.4%。无绳 OPE 市场规模预计将以 9.0%的复合年增长率增长，从 2020 年的 36 亿美元增长至 2025 年的 56 亿美元，增长率明显高于汽油的 5.0%和有绳的 4.4%。

图 21：按动力来源划分的 OPE 市场规模（亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，泉峰控股招股说明书，德邦研究所

**需求端：购置成本可控、噪音低、使用成本+维护成本更有优势。**

锂电 OPE 产品相比于燃油产品在多个方面均具有更好的使用体验和性能：1) 噪声方面：燃油割草机动力强、马力大，发动机高速运转带来的问题为噪声与震动过大。2) 成本方面：①购置成本：对于手推、手持式产品可以满足需求的小型草坪(小于 1 英亩)而言，锂电产品购置成本相比燃油差距相对较小。②使用&维护成本：对于锂电而言，使用成本无非为每次充放电的电费，而燃油对应的油耗明显高于电费。同时燃油 OPE 后期维护相对繁琐，以燃油割草机为例日常维护主要包括拆卸火花塞，清理其中的积碳；检查燃料滤清器（吸油头），清除其中的杂质检查燃油管是否出现老化与漏油的情况；定期检查机油油面，以免出现拉瓦现象，造成发动机损坏。

图 22：使用燃油割草机，后期使用成本较高



资料来源：格力博路演推介材料，德邦研究所

**供给端：三电技术的不断升级与进步，开启锂电 OPE 新浪潮。**得益于全球减碳行动，新能源行业高速发展，动力锂电池作为新能源产品的重要零部件，技术不断进步，向更高性能及安全性进发，新能源电动车的快速发展带动整个锂电池工业完成产业链的建设与发展，锂电 OPE 产品也开始向市场普及并取得各类终

端用户认可。

**政策端：中国、美国、加拿大、欧盟等国家颁布一系列环保政策引导 OPE 行业锂电化。**美国加州规定 2024 年起禁止销售燃油机和割草机，2035 年全面禁用内燃机，加快去燃油化进程；加拿大政府决定投资 20 亿加元来促进电动电池的镍、锂、钴、镁等原材料的生产和加工处理；欧盟国家如德国和法国也颁布政策促进新能源动力的持续发展。

表 3：不同国家相关政策内容

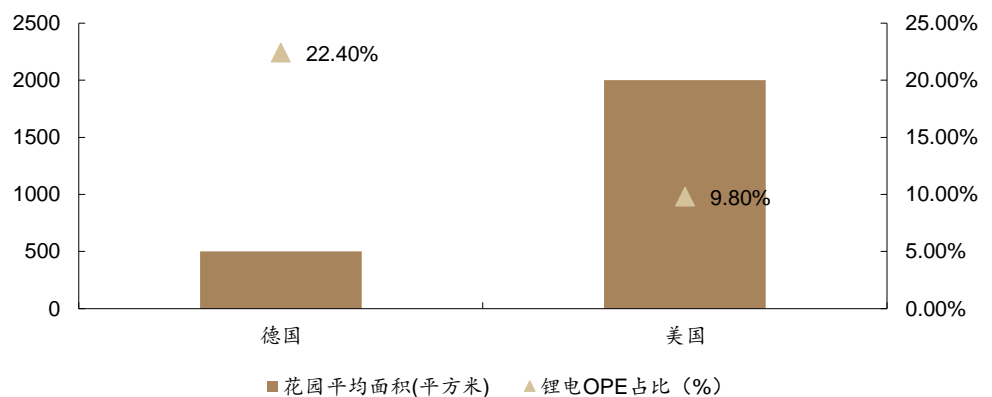
国家	相关政策主要内容
中国	在北京、天津、河北、山西、上海等 17 个地区开展新能源汽车动力电池回收利用试点工作，并确定每个试点区的相应目标和任务，建立一个相对集中、跨区联动的回收体系。
美国	2024 年起禁止销售燃油机和割草机，2035 年禁用内燃机，已拨款 3000 万美元帮助园林从业者从燃油设备过渡到零排放设备。
加拿大	加拿大将投资 20 亿加元来促进电动电池的镍、锂、钴、镁等原材料的生产和加工处理，投资可能会耗时超过一年。
法国	大力投入到电池纯电动汽车、可充电混合动力汽车、插电式汽车、燃料电池汽车等低碳汽车的发展中来，以对应环保要求、提高产业竞争力，并增强能源自主安全。
德国	德国政府立法回收，加工者承担重要责任，并设立基金完善回收体系的市场化建设，利用基金和存款制度建立了便携式电池和铅酸电池回收系统，该系统运行良好。

资料来源：中国工信部、科技部，枫美投资、加利福尼亚空气资源委员会，CHINACNN，中国经济网，客车网、德邦研究所

### 2.2.3. 低功率 OPE 锂电进度较快但还有渗透空间，锂电骑乘式处于渗透初期

根据弗若斯特沙利文数据，2020 年全球 OPE 市场规模为 251 亿美元，其中锂电 OPE 占比 14.3%。分市场来看，园林机械第一大市场美国平均花园面积约为 2000+ 平米(约 0.5 英亩)，欧洲家庭花园面积 300-500 平方米(以德国为例，花园的平均面积约 500 平方米)。根据大叶股份招股书，目前欧洲锂电动力类园林机械整体规模占比达到 22.4%，高于其他国家和地区，汽油动力类园林机械占比为 69.22%。美国由于平均家庭花园面积较高，其汽油动力类园林机械占比达到 86.63%，锂电类产品占比 9.8%。

图 23：不同花园平均面积对应的锂电化率有所不同



资料来源：大叶股份招股书，中国园林网，HouseMethod，德邦研究所

注：上图图例“德国锂电化率”数值对应为欧洲数值。

**未来锂电化率空间如何看？**我们认为目前锂电产品已经较好的解决了低于 1 英亩以下尤其是 1/2 英亩以下草坪的市场需求，我们认为后续在 C 端主动替代+政策加持下有望加速替代存量燃油产品。而对于大面积、专业草坪而言，这部分需求主要依赖于骑乘式割草车来解决，而当下骑乘式割草车的锂电化痛点主要系续航能力(大容量电池)以及价格，而随着部分企业已经率先开始布局专业类商用 OPE 产品，我们认为未来行业有望存在结构性加速的需求替代。

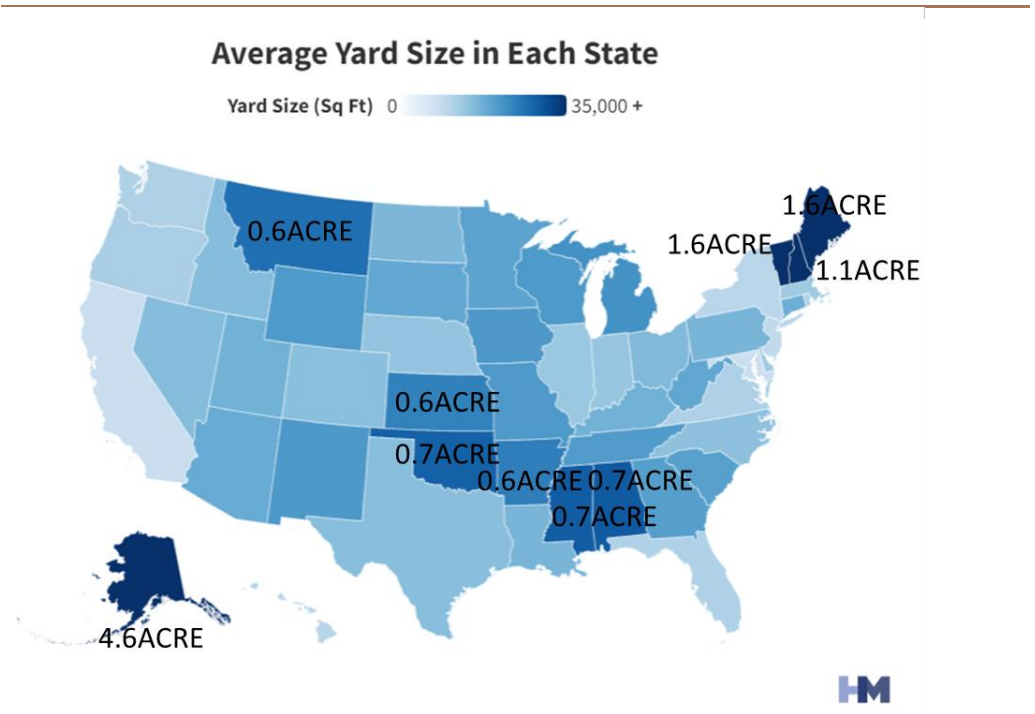
目前 OPE 锂电替代进度我们认为可以分为两类，

1) 第一类为功率较低的手持/手推类产品，该产品主要适用于 1/2 英亩以下草坪，功率要求不高（一般 24V、48V 低电压平台即可满足使用需求），现有部分 OPE 供应商同时还有电动工具布局，因此有现成的低电压平台可供使用，我们认为这部分 OPE 产品的锂电进程会相对更快。

此外，正如前文，该类锂电 OPE 产品购置成本相比燃油不会高出太多，同时噪音、环保性能有明显优势，此外叠加使用成本较低，因此未来在欧美家庭进行 OPE 产品更替时我们认为有望率先选择锂电类产品进而提高整体锂电产品渗透率。

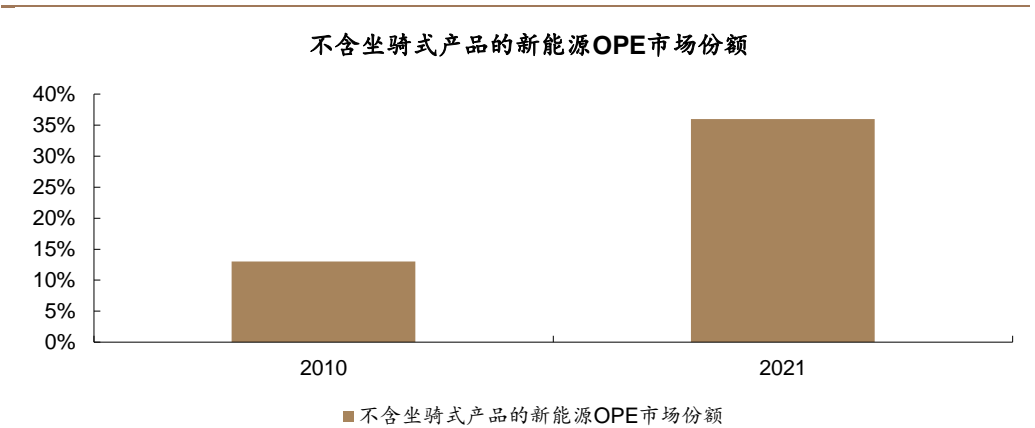
同时，参考美国平均花园面积 1/2 英亩，80%以上（仅以州的数量计算）美国花园草坪面积位于 1/2 英亩以下，因此长期来看锂电 OPE 理论空间值得期待（根据 TraQline 数据，北美地区不含坐骑式的锂电 OPE 市场份额已经由 10 年的 13% 增长至 21 年的 36%）。

图 24：美国 50 个州中，仅有 10 个州的家庭花园平均面积超过 1/2 英亩



资料来源：HouseMethod，德邦研究所  
注：未标注面积的即为≤0.5ACRE。

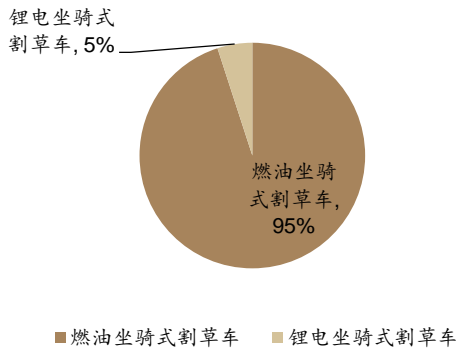
图 25：坐骑式割草机锂电化进度更快



资料来源：格力博招股书，TraQline，德邦研究所

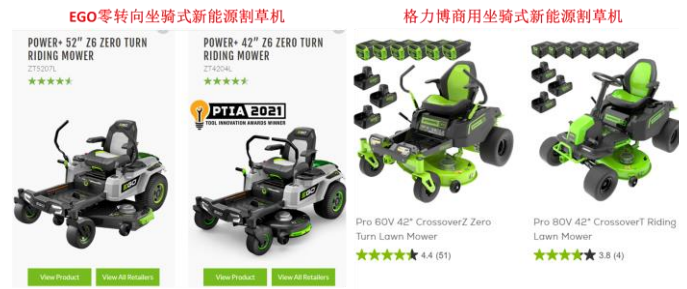
2) 第二类为一些面积更大的或专业如足球场、高尔夫球场等草坪所适用的骑乘式割草机，根据格力博路演资料，目前骑乘式割草机中燃油动力市场份额仍在95%以上，锂电渗透处于非常初期阶段。此前制约锂电动力的骑乘式割草机产品核心为锂电动力不足以及续航时间短的问题。但目前已经有多家企业开始布局锂电骑乘式割草机，如格力博 2018 年率先推出新能源商用坐骑式割草车，目前已经形成商用和家用两个等级；泉峰控股 2021 年推出搭载无刷电机技术的骑乘式割草机，以及推出全球第一台锂电零转向骑乘式割草机面向高端市场。未来锂电类坐骑式割草机随着技术的不断优化、成熟，有望享受到从燃油动力向新能源动力转变的市场红利以及在 OPE 市场中更有望带来结构性加速的机会。

图 26：坐骑式割草车还有较大的增长潜力



资料来源：格力博路演推介材料，德邦研究所

图 27：泉峰控股以及格力博推出的新能源割草机



资料来源：各公司销售官网，德邦研究所

### 2.3. 行业格局相对集中，锂电技术具有进入壁垒，先发企业占优

锂电 OPE 的核心技术在于三电系统(电机、电控、电池)，具有一定的进入壁垒。以锂电为动力源的新能源园林机械产品，其产品结构由工作单元（工作头）、传动单元（无刷电机、控制器）及动力单元（电池包、电池管理系统等）等组成，电池包、控制器、无刷电机等构成新能源园林机械的动力输出及动力传动部分，也是决定新能源园林机械性能高低的关键因素。而我们认为项目立项到研发、到生产需要一定的时间，因此新进入者需要投入大量费用及时间成本去实现锂电技术从 0→1 的突破，而先入企业也持续在投入研发实现技术与产品的迭代升级，因此我们认为目前头部企业具备先发优势，能够率先享受锂电替代需求红利。

表 4：锂电 OPE 具备一定技术壁垒

园林机械种类	涉及的关键技术	技术先进性	技术壁垒
燃油园林机械	高冲程发动机	一般	较低
交流电动力园林机械	电动机、开关	一般	较低
新能源园林机械	电池包、无刷电机、控制器物联网、智能算法、轻量化等	高	较高

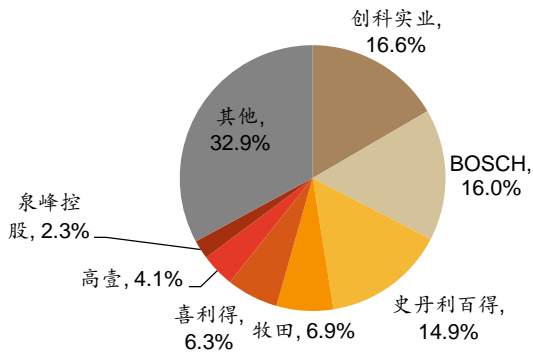
资料来源：格力博招股书，德邦研究所

全球电动工具市场格局相对集中，根据弗若斯特沙利文，按照收入计算 2020 年前 10 大参与者约占 73.3% 的市场份额。其中市占率排名第一 (16.6%) 的为创科实业，泉峰控股排名第七，市占率为 2.3%。国内其他参与者主要有宝时得、巨星科技，但市占率均较低；境外主要企业包含创科实业、史丹利百得、牧田。创科实业主要从事电动工具、户外园艺工具及地板护理产品的制造和销售业务。巨星科技产品主要包括高档手动工具、电动工具等。

全球电动 OPE 市场竞争格局也相对集中，弗若斯特沙利文数据表明，按照收入计算 20 年前十大参与者占比约 88.4%，其中创科实业 (20.4%) 市占率排名第一，泉峰控股排名第二，市占率为 11.4%。国内其他参与者主要有格力博、大叶股份、巨星科技、宝时得，境外主要企业包含创科实业、托罗配件 (Toro)、胡斯华纳、史丹利百得等。其中大叶股份主要产品为燃油动力割草机；格力博主要产

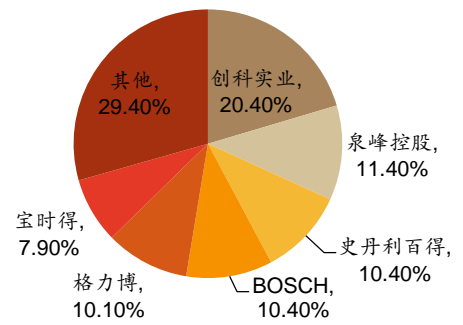
品为新能源园林器械。

图 19: 2020 年电动工具供应商市场份额



资料来源: 弗若斯特沙利文, 泉峰控股招股说明书, 德邦研究所

图 20: 2020 年电动 OPE 供应商市场份额



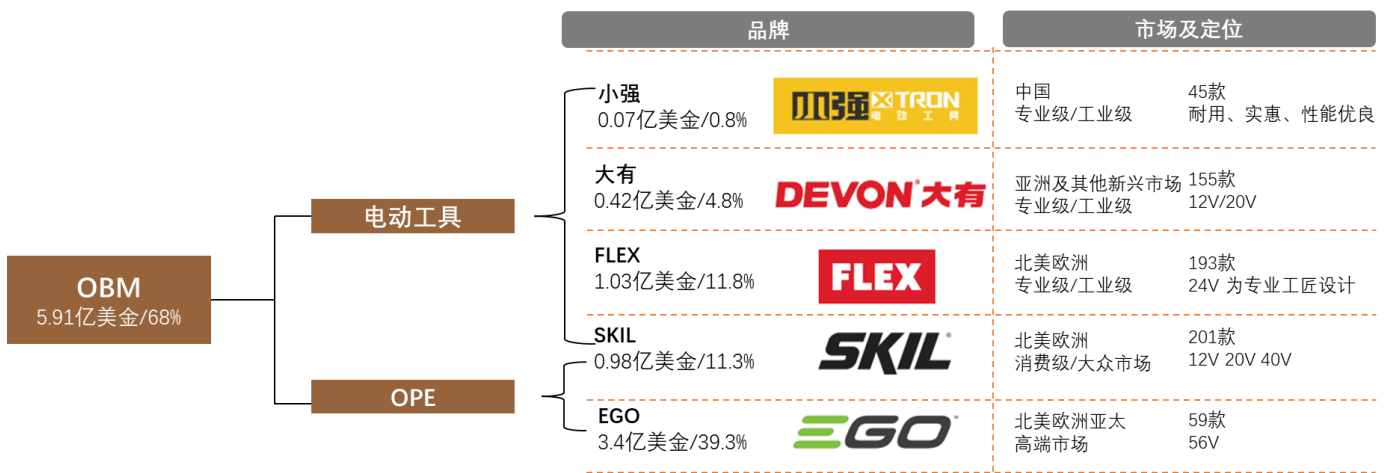
资料来源: 弗若斯特沙利文, 泉峰控股招股说明书, 德邦研究所

### 3. 自有品牌 EGO 核心驱动，产品+生态+技术+渠道全面进击

#### 3.1. 产品力：品牌战略定位清晰，OPE 高端品牌 EGO 为主要增长引擎

公司 OBM 业务品牌策略清晰，品牌定位、产品类别以及目标终端用户全面覆盖。公司已经建立了多样化的品牌组合，不同品牌覆盖不同的市场区域以及定位具有差异，能够满足世界各地终端用户的多样化需求。其中 OPE 产品品牌 EGO 市场规模复合增速最快，由 18 年的 1.75 亿美元提升至 20 年的 4.59 亿元，复合增速达到 61.8%，占公司收入比重由 25.3% 迅速提升至 21H1 的 39.3%。

图 28：公司自有品牌定位清晰



资料来源：公司公告，德邦研究所  
注：上述均为截至 21H1 数据。

表 5：公司 OBM 各品牌收入(亿美元)及占比 (%)

品牌	2018 年	2019 年	2020 年	2018-2020 年 CAGR	2021H1 收入占比	建议零售价范围
EGO	1.75	2.16	4.59	61.8%	39.30%	100 至 7,999 美元
FLEX	0.92	0.92	0.99	4.1%	11.8%	50 至 1,050 美元
SKIL	1.28	1.15	1.39	4.3%	11.3%	20 至 450 美元
大有	0.30	0.36	0.41	17.1%	4.8%	人民币 199 至 6,999 元
小强	0.07	0.06	0.07	5.2%	0.8%	人民币 139 至 1,229 元

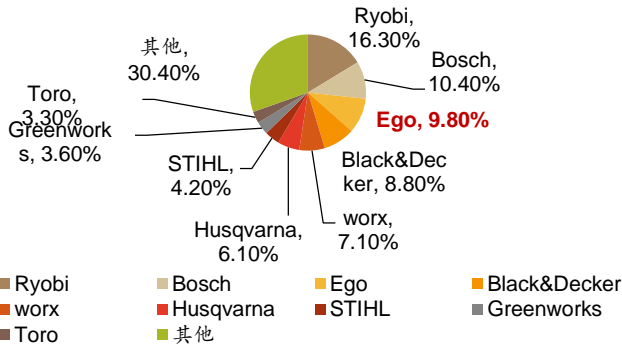
资料来源：公司公告，德邦研究所

#### 3.1.1. EGO 先发优势布局高压电池平台，高端市场定位产品力领先

公司于 2013 年创立 EGO 品牌，率先布局高电压电池平台，产品地位领先。EGO 品牌为公司自主打造，自 2013 年创立以来，成长为行业领先品牌，每年生产超过 1000 万台产品，销往全球 65 个国家。截至 21H1，EGO 品牌共推出 59 款产品，包括骑乘式割草机、手推式割草机、吹风机、修枝机、链锯等。根据弗若斯特沙利文数据，2020 年公司 EGO 品牌在全球十大锂电 OPE 品牌中位列第三位，占据 9.8% 的市场份额。

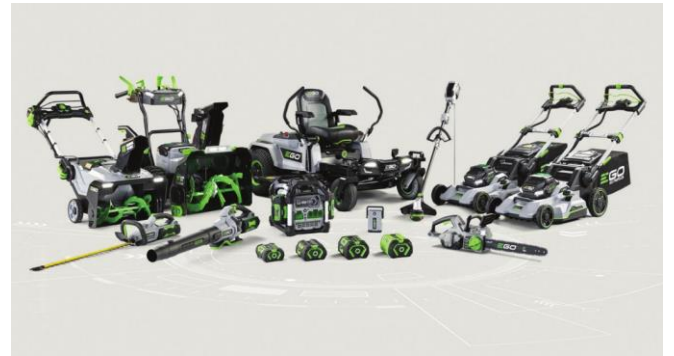
公司拥有较高的市场敏锐度，EGO 产品适用的 Arc-Lithium™ 电池平台为业内首批 56V 电池平台之一，以 POWER+ 电池平台技术、智能电源管理和革命性的冷却技术，实现高功率和性能，EGO 产品也是业内首批可与传统汽油发动机的动力和性能相媲美的锂电 OPE 产品之一。

图 29: 2020 年 EGO 品牌在锂电 OPE 产品排名第三位



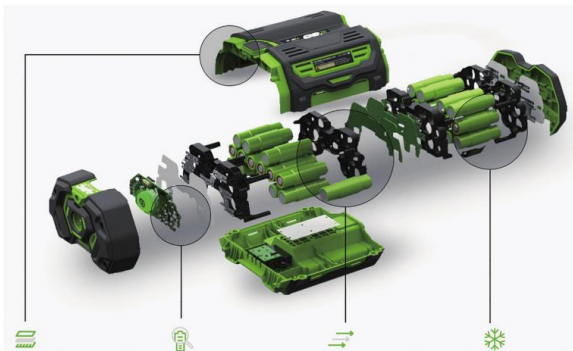
资料来源: 公司公告, 弗若斯特沙利文, 德邦研究所

图 30: Ego 全品类系列产品



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

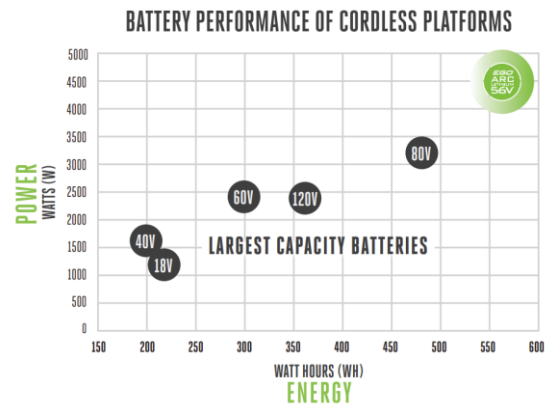
图 31: EGO 56V Arc Lithium™ 电池平台



防震设计      智能电池管理      第三排平行电池      Keep Cool 电池技术

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 32: EGO 产品电池平台性能领先



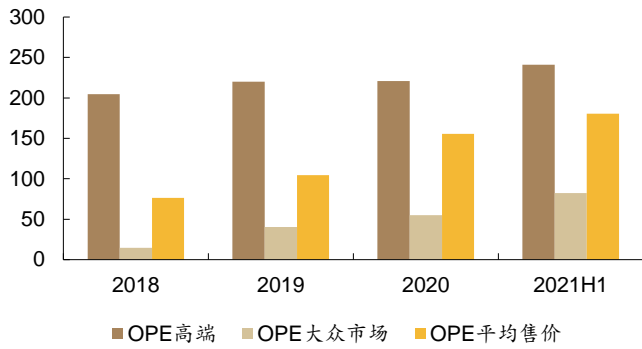
资料来源: 公司官网, 德邦研究所

EGO 目前产品主要为家用产品，面向高端消费群体，平均售价远高于大众市场产品，率先推出全球首台兼容电池平台锂电 ZTR 骑乘式割草车。公司 EGO 产品平均零售价格远高于大众市场产品，21H1 公司 OPE 高端产品平均售价为 241 美元，同期公司大众市场产品仅为 82 美元。此外泉峰控股 21 年推出了全球第一台兼容电池平台锂电零转向骑乘式割草机——EGO Z6 零转向骑乘式割草机，包括 42 英寸和 52 英寸两款。Z6 产品搭载 6 块可拆卸的 EGO 56V ARC 电池，提供 22-25cc 马力，相当于燃气发动机，Z6 最高时速达到 8 英里，单次充电可覆盖 2 英亩 (ZT4204L) 或 4 英亩 (ZT5207L)。拥有行业内非常快的充电速度，仅需 2 小时即可充满 40Ah，相比于其他同行速度快达 4 倍；独立无刷电机提供动力能够调节液压座椅，割草体验较好，获得 22 年中国优秀工业设计金奖产品。

公司同时也布局了商用领域，包括商用链锯、商用伸缩杆、商用背负式电池包、充电器、吹风机、修枝机等产品。预计于 2023 年推出第二代，此外，商用 ZTR 也有望逐步推出。

图 33: 泉峰控股 OPE 产品平均售价(美元)

图 34: EGO Z6 锂电零转向骑乘式割草机



资料来源：公司公告，德邦研究所



资料来源：公司官网，德邦研究所

表 6：泉峰 EGO 商用产品布局

商用产品	型号	性能	示意图
链锯	CSX3000	35.2cc 马力相当：5.0Ah 56V ARC Lithium™ 电池可连续 265 次切割；12 英寸的杆和链条	
伸缩杆	PPX1000, PTX5100, PSX2500	可延伸至 13.2 英尺，可满足全天使用时间	
背负式电池	BAX1501	充满电仅需 3½ 小时，1000 次充放电循环。	
吹风机	LBX6000	涡轮增压模式下的功率超过 600 CFM，功率更大，运行时间更长，噪音比领先的燃气鼓风机低 60 倍以上。	
修剪机	STX3800	2000W 无刷电机	
充电器	CHX5500	快充模式，充电时间缩短一般，结构等级为 IPX4，在极端条件下也可充电	

资料来源：公司官网，德邦研究所

### 3.1.2. 电动工具品牌多元，收购开拓海外市场

收购老牌电动工具品牌突破海外市场，不同等级全面覆盖保持强竞争实力。公司目前拥有 FLEX、SKIL、大有、小强四个电动工具品牌，其中 FLEX、大有、小强专注于专业级/工业级产品，SKIL 专注于消费级电动工具。公司 2007 年、2010 年推出大有、小强电动工具自有品牌，分别针对高端专业以及建材家居装修市场；2013 年收购 FLEX、2017 年收购 SKIL，重点突破北美欧洲等海外市场。22 年由于行业需求放缓，公司电动工具业务短期受到一定影响，公司凭借全品类、全市场的品牌矩阵未来有望继续稳健增长。

表 7：公司电动工具品牌矩阵

品牌	创立/收购时间	定位	目标终端用户	重点区域	建议零售价范围	产品
FLEX	1922 年/2013 年	工业级/专业级	专业级、高端	欧洲、北美和亚太地区	\$50-1050	
SKIL	1924 年/2017 年	消费级	建筑商及消费级终端用户	欧洲、北美和亚太地区	\$20-450	
大有	2007 年	工业级/专业级	专业级/工业级终端用户	亚洲及其他新兴市场	\$199-6999	
小强	2010 年	工业级/专业级	建筑和家装行业承包商	中国	\$139-1229	

资料来源：公司公告，德邦研究所

### 3.2. 以电池平台为核心，打造产品生态系统提高消费粘性&护城河

公司注重增强不同工具的电池平台兼容性，以电池平台为核心打造强生态系统，提高客户对于品牌的忠诚度。公司以电池平台为发展战略，增强不同工具的电池平台兼容性(电池平台可以兼容统一品牌的不同产品类型)，使得用户在购买产品后，电池组可在不同工具中互换，增加产品的使用便利性、降低产品使用成本，以提高客户对于同系列产品的忠诚度。

**1) 所有 EGO 产品共享同一 56V 电池平台：**公司主要 OPE 品牌 EGO 已经形成了以 56V 电池平台为核心的产品生态体系，21 年公司将骑乘式割草机推向市场，由可插拔、全系列相互兼容的 EGO 锂电平台提供动力，使得 EGO 锂电平台可同时应用于骑乘式割草机、手推式割草机以及手持式 OPE 等多种产品。2008-21H1 期间，公司合计开发 123 款 OPE 产品，其中 117 款 OPE 产品均适用于锂电池平台运行。公司以 56V 锂电平台为核心，不断扩展产品类别，进一步巩固品牌竞争力。

**2) FLEX24V 锂电池平台：**公司自 2013 年收购 FLEX 以来，引入 FLEX 锂电池平台，目前 FLEX 锂电池工具结合 24V 锂电池平台、智能 BMS 和 THERMA-TECH™ 冷却技术，能够为电动工具提供更强的动力、更长的运行时间以及快速充电能力。

**3) SKIL 品牌 12V/20V/40V 电池平台：**SKIL 品牌包含 12V、20V、40V 电池平台，其中 23 款 OPE 产品适用于 20V、40V 电池平台。

**4) 大有产品可以由 12V、20V 锂电平台供电。**

表 8：公司电池平台及适用产品

品牌	电池平台	示意图	兼容产品
----	------	-----	------

EGO	56V Arc-Lithium™ 电池平台		EGO 旗下所有产品，从骑乘式割草机到手推、手持式工具等全系列 OPE 产品
FLEX	24V 锂电池平台	-	24V 锂离子电池系列
SKIL	12V、20V、40V 电池平台		12V 电池系统提供轻量级电源，适用于高空或狭小空间的作业。
			20V 电池系统为更高要求的工作环境提供先进的动力和扭矩
			40V 系统专为庭院园艺工具作业而设计

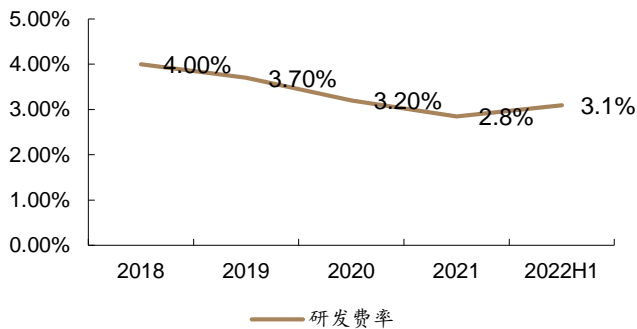
资料来源：公司公告，德邦研究所

### 3.3. 三电技术优势显著，垂直一体化生产体系产品质量领先

#### 3.3.1. 自研核心技术稳扎稳打，具备研发壁垒

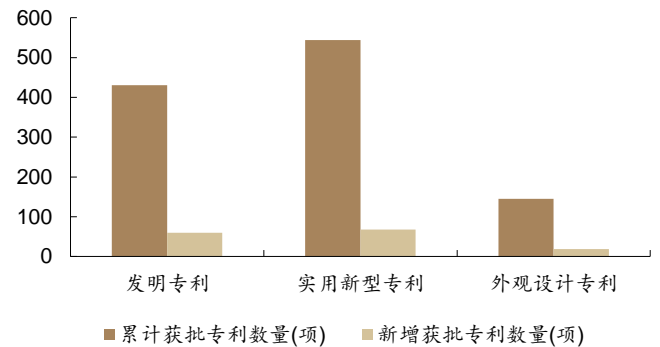
公司具备先进研发实力，研发中心位于五个国家，能够更好的理解当地市场需求。公司研发实力领先，在电池平台、电池管理系统(BMS)、电机及电控等基础技术上取得明显突破，例如 EGO 产品专有的 Arc-Lithium™ 电池及充电器系统、推出 FLEX 锂电池平台(将智能电池管理与 THERMA-TECH™ 冷却技术结合)等。公司研发以终端市场需求为导向，截至 21 年，公司在中国、美国、德国、英国及荷兰全球五个国家设有研发中心，研发团队数量达到 680 名；截至 21 年末公司累计获批专利 1773 项，其中 21 年新增获批 231 项。

图 35：公司研发费率



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 36：截至 21 年公司累计获批专利数量



资料来源：公司公告，德邦研究所

电动工具和 OPE 的性能主要取决于电池平台、电机和电控，公司稳扎稳打，自主研发绝大部分关键技术。**1) 电池平台**：公司电动工具和设备均使用高能量密度的电芯，通过将电池封装为模块，固定在高强度框架上。公司为电池平台配备了热控制、智能电池组匹配和多级安全保护等技术，使公司产品即使在恶劣环境中也能运行更长时间、仍然能够具备良好的性能。此外，公司 BMS 为自主设计，实时监控电芯状态，确保电池系统安全高效运行，同时 BMS 还可以准确地计算电池的剩余容量以及具备较好的热管理能力，提高电池的安全性和寿命。**2) 电机**：公司电机采用无刷永磁同步和直接驱动外转子技术，结构更紧凑、重量更轻，能量效率更高以及噪音水平更低。目前电机技术为公司内部开发。**3) 电控**：公司通过内部研发，能够提供具有无传感器控制、矢量控制和交流无刷技术的产品，提高公司产品的动力、效率、可靠性和舒适性。公司目前已经实现电池组、电机、和 PCBA 等核心零部件自产，电芯主要由全球供应商提供。

表 9: 公司核心技术及主要介绍

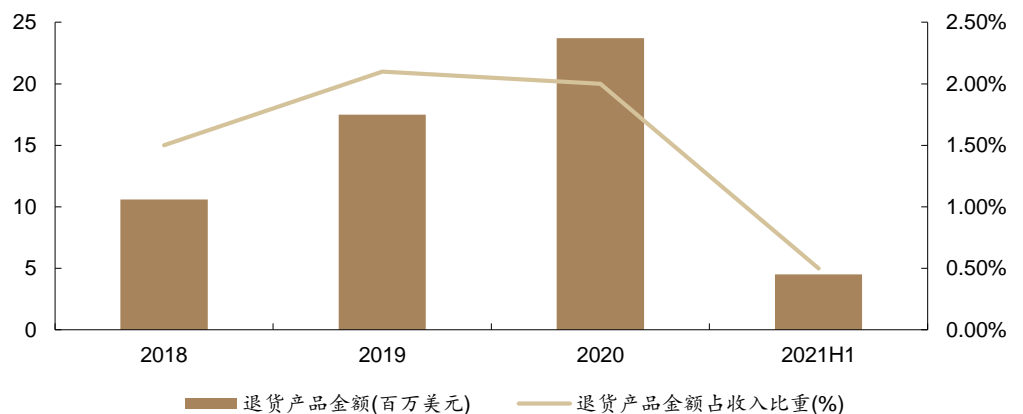
	主要技术/成果	简介
电池平台	Arc Lithium™ 电池平台	弧形专利设计, 散热较好; 密封和仿真材料, 防潮、确保高水平性能和耐久性; 第三排平行电池高压电池系统, 电力可以均匀分布在各排电池上
	POWERCORE 40™ 电池平台 KEEP COOL™	以热管理材料包裹每个电芯并采用温度控制系统, 电池系统兼容全品类 SKIL40V OPE 产品。 吸收多余热量防止电池过热。
电机	无刷永磁同步; 直接驱动外转子技术	结构更紧凑、重量更轻、能量效率更高、噪音更低
电控	无传感器控制	更紧凑、可靠。
	矢量控制	高转速和高容量模式可平稳过渡, 提高产品通用性。
	交流无刷控制	取代传统串激电机, 更紧凑。
物联网与智能系统技术	机器人割草机	具备先进的户外定位和智能路线规划能力。
	基于物联网的智能交互技术	通过移动应用程序远程控制及监控机器人和电池状态。
	智能控制和保护	通过电机扭矩控制和反向旋转保护技术, 提供更舒适和安全的工具。
产品相关技术	基于机器学习的多目的优化系统	应用主动学习算法、分析和优化各种电动工具的相关性能指标组合。
	电动骑乘式技术	低重心设计、FOC 无刷电机; 兼容的动力系统; 双电机驱动和分布式冷却系统。
	减震 除尘	专利减震技术。 通过可清洗的涡流管道真空吸尘器除尘, 无需安装过滤器。

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

### 3.3.2. 垂直一体化生产, 产品质量稳定迭代更新更具优势

公司已经建立起垂直整合的生产系统, 提高产品质量与稳定性, 退货率极低。泉峰已经建立起垂直整合生产系统, 公司能够在内部制造电机、PCBA、机械加工及注塑成型等核心组件, 我们认为, 第一, 建造生产线需要投入大量资金、设备及技术, 具备一定的进入壁垒。第二, 核心零部件及组件采用内部制造, 能够最大程度的保证产品的质量与稳定性, 减少不必要的退换货以及召回。第三, 掌握核心生产制造技术, 能够缩短产品迭代更新的研发周期, 对于终端市场需求的敏锐度能够有更好的表现。

图 37: 21H1 公司退货产品金额占收入比重仅为 0.5%



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

公司截至 21H1 拥有 4 个生产基地: 德朔工业园(南京)、泉峰新能源工业园(南京)、FLEX 德国工厂、泉峰越南工厂。此外, 公司还将进一步提升制造能力, 计划建立两个新的生产基地和扩大位于南京的现有生产线。

表 10: 公司现有生产基地及产能利用情况

生产基地	地点	主要产品	设计年产能(件)	21H1 产能利用率
德朔工业园	中国南京	电动工具	8,000,000	92%
泉峰新能源工业园	中国南京	OPE 及电动工具	8,070,000	97%
泉峰越南工厂	越南平阴省	OPE 及电动工具	700,000	64%
FLEX 德国工厂	德国施泰因海姆	电动工具	120,000	80%

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

表 11: 公司生产扩张计划

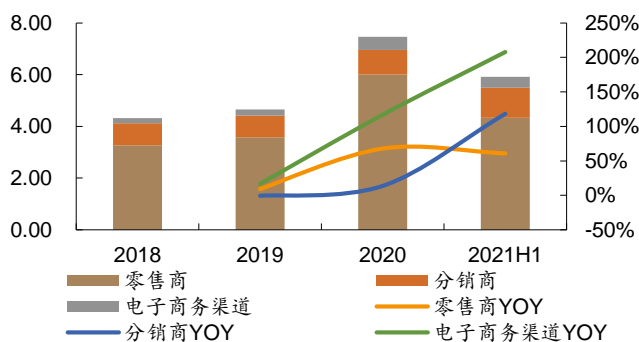
生产基地	地点	主要产品	额外计划年产能(件)	预计投入运营时间	预计资本支持(千美元)
泉峰智能制造产业园	中国南京	锂电池 骑乘式割草机、手推式割草机、手持式园艺工具、锂电池电动工具	10,400,000	2024 年	465,574
泉峰新能源工业园 II 期	中国南京	电动工具和 OPE 产品	12,000,000	2023 年	125,585

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

### 3.4. 深度绑定线下核心渠道, 带动公司业务稳健成长

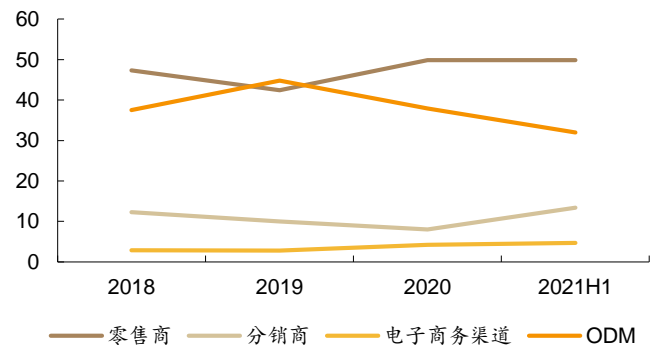
公司已经建立起了全球销售网络, 以线下零售商为主, 占比不断提升。公司自有品牌业务目前已经建立起包含零售商、分销商、电子商务为主的销售渠道, 其中零售商主要包括以 Lowe's、沃尔玛、ACE Hardware、翠丰为主的全国零售商及部分本地零售商; 分销商为独立的第三方, 通过分销提高公司的区域竞争力和区域市场渗透率; 电商渠道主要为亚马逊以及公司自己开设的自营网店。截至 21H1, 公司 OBM 业务中, 零售商、分销商以及线上电子商务收入占比分别为 73.3%、19.7%、7%。

图 38: 公司 OBM 业务收入 (亿美元) 及 YOY (%)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 39: 公司各渠道收入占比 (%)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

公司与劳氏深度绑定, 截至 21H1, 公司前五大客户收入占比为 64.4%, 分别为劳氏(39.6%)、ACE hardware(8.8%)、Bosch (8.6%)、亚马逊 (4.3%)、翠丰 (3.1%), 其中公司主要为 Bosch 提供电动工具的 ODM 业务。

2020 年之前, 公司第一大客户为家得宝, 其中 2019 年收入占比为 20.9%, 但由于创科实业深度绑定家得宝渠道, 且合作体量超过泉峰控股, 因此公司部分产品逐步退出与家得宝的合作, 同时 2020 年 7 月与劳氏达成战略合作, 2020 年劳氏已经成为公司最大客户, 家得宝已经于 21H1 退出公司前五大客户。

目前, 公司旗下 EGO、SKIL 及 FLEX 品牌的电动工具和 OPE 产品已经在劳

氏的北美商店上市，21年作为与劳氏建立战略合作伙伴关系后的第一个完整运营年，公司在劳氏渠道的收入达到7.2亿美元，占比为40.9%。

表 12: 公司主要客户业务收入占比变化(%)

	与公司主要业务	2018	2019	2020	2021H1	2021
劳氏	电动工具, OPE	16.1%	20.2%	29.0%	<b>39.6%</b>	40.90%
ACE hardware	电动工具, OPE				<b>8.8%</b>	
博世	电动工具 ODM	5.9%	4.4%	9.6%	<b>8.6%</b>	
Amazon	电动工具, OPE				<b>4.3%</b>	
翠丰	电动工具, OPE	3.6%	6.8%	4.2%	<b>3.1%</b>	
家得宝	电动工具, OPE	22.9%	20.9%	15.7%		
沃尔玛	电动工具, OPE		4.5%			
Manomano	电动工具, OPE	3.2%				
前五大客户占比 (%)	-	51.7%	56.8%	64.8%	64.4%	64.7%

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

表 13: 公司在劳氏与家得宝渠道的收入变动 (亿美元)

	2018	2019	2020	2021H1	2021
劳氏	1.11	1.70	3.48	3.44	7.19
YOY		53.2%	104.3%	-	106.7%
家得宝	1.58	1.76	1.89	-	-
YOY		11.5%	7.2%		

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

公司深耕 OPE 及电动工具多年，三电技术领先同行，EGO 品牌定位高端，凭借高电压先发优势+高质量产品率先建立市场认知，电池平台化发展提高客户粘性夯实品牌护城河。20 年深度绑定下游渠道强强联合，业绩增长可期。预计公司 22-24 年实现归母净利润为 1.53、1.90、2.33 亿美元，增速分别为 5.9%、24%、23%。23 年可比公司 PE 为 17X，首次覆盖，予以“买入”评级。

表 14：盈利预测（亿美元）

亿美元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	8.44	12.01	17.58	20.17	23.62	27.96
YOY	21.7%	42.4%	46.4%	14.7%	17.1%	18.4%
EGO	2.16	4.59	7.58	10.00	12.80	16.13
FLEX	0.92	0.99	1.29	1.14	1.19	1.29
SKIL	1.15	1.39	1.88	1.91	1.97	2.13
大有	0.36	0.41	0.49	0.44	0.45	0.48
小强	0.06	0.07	0.09	0.08	0.08	0.09
ODM	3.78	4.55	6.26	6.60	7.13	7.84
归母净利润	0.34	0.44	1.45	1.53	1.90	2.33
YOY		30.6%	225.9%	5.9%	23.9%	22.8%
毛利率	30.3%	30.7%	28.1%	28.8%	30.9%	31.5%

资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

表 15：可比公司与估值

		市值(亿元)	归母净利润(亿元)					PE				
			2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
0669.HK	创科实业	1651.63	52.25	70.07	81.95	93.42	112.80	32.65	33.22	20.15	17.68	14.64
SWK.N	史丹利百得	914.34	78.98	108.69	47.04	44.35	71.94	23.64	18.04	19.44	20.62	12.71
002444.SZ	巨星科技	262.39	13.50	12.70	15.50	18.90	23.36	24.78	27.47	16.93	13.88	11.23
300879.SZ	大叶股份	29.02	0.77	0.56	1.08	1.71	2.47	58.83	56.97	26.95	16.99	11.77
	平均值	-	-	-	-	-	-	34.98	33.93	20.87	17.29	12.59
2285.HK	泉峰控股	186.97	2.89	9.22	10.30	12.77	15.69	-	24.63	18.14	14.64	11.92

资料来源：wind，Bloomberg，德邦研究所

其中收盘价日期取 2/16，美元兑人民币汇率为 6.73；创科实业、巨星科技、大叶股份盈利预测取自 wind 一致预期；史丹利百得盈利预测为彭博一致预期。

## 5. 风险提示

**1) 客户集中度较高:** 公司如因产品竞争力下降或遭遇市场竞争将对公司与主要客户合作关系造成不利影响, 进一步对公司的收入、利润产生较大影响。

**2) 国际贸易摩擦:** 近年来, 美国贸易保护主义政策倾向逐渐增大, 若未来中美贸易摩擦进一步加剧, 美国取消对公司部分产品免税或者进一步加征公司部分产品关税, 当无法及时将额外关税成本向客户转移, 或客户对关税承担方式及产品价格提出调整, 将对公司业绩产生不利影响。

**3) 境外需求不及预期:** 当前海外面临一定程度的经济衰退危机, 公司主要业务多数发生在海外, 若海外消费需求受到经济衰退影响, 将可能使得公司收入增速不及预期。

**4) 新技术研发和新产品开发进度不及预期:** 随着消费者对产品数字化、智能化的要求不断提升, 产品对技术的要求也越来越高, 如果公司不能持续保持研发投入则可能无法及时开发出符合市场需求的新产品, 使得公司产品竞争力变弱。

**5) 原材料及汇率波动:** 公司主要原材料价格以及海运费价格上涨, 可能会对公司毛利率以及费用产生较大影响, 进而导致公司业绩不及预期。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023	2024
每股指标(元)				
每股收益	0.30	0.31	0.37	0.46
每股净资产	1.66	2.06	2.54	3.00
每股经营现金流	0.33	0.19	0.08	0.39
每股股利	0.07	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	24.63	18.93	15.09	12.29
P/B	34.83	2.73	2.21	1.87
P/S	15.79	1.36	1.21	1.02
EV/EBITDA	98.73	15.25	12.06	9.07
股息率%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	28.13%	28.82%	30.89%	31.49%
净利润率	8.22%	7.59%	8.03%	8.34%
净资产收益率	18.14%	15.19%	14.63%	15.23%
资产回报率	7.03%	7.09%	6.77%	7.61%
投资回报率	17.19%	8.76%	9.10%	9.95%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	46.37%	14.74%	17.12%	18.36%
EBIT 增长率	65.54%	-37.84%	29.62%	26.69%
净利润增长率	225.85%	5.93%	23.94%	22.84%
偿债能力指标				
资产负债率	61.2%	52.7%	52.7%	48.4%
流动比率	1.4	1.6	1.7	1.8
速动比率	0.9	1.2	1.1	1.3
现金比率	0.6	0.8	0.7	0.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	56.6	57.1	57.1	57.1
存货周转天数	125.5	126.3	128.6	128.6
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.0
固定资产周转率	10.4	9.8	10.2	10.9

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023	2024
净利润	145	153	190	233
少数股东损益	5	13	17	20
非现金支出	196	266	335	397
非经营收益	-170	-290	-360	-421
营运资金变动	-17	-51	-143	-30
经营活动现金流	158	92	39	199
资产	-81	-50	-50	-50
投资	-12	-34	-54	-54
其他	34	42	44	46
投资活动现金流	-59	-42	-60	-58
债权募资	69	45	45	40
股权募资	394	58	100	0
其他	-64	-14	-15	-17
融资活动现金流	400	89	129	23
现金净流量	498	139	109	165

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2 月 6 日

资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

注：上述货币单位均为美元；港元兑美元汇率为 1 港元 = 0.1274 美元；美元兑人民币汇率为 6.73。

利润表(百万元)	2021	2022E	2023	2024
营业总收入	1758	2017	2362	2796
营业成本	1263	1436	1633	1915
毛利率%	28.1%	28.8%	30.9%	31.5%
营业税金及附加				
营业税金率%				
营业费用	196	266	335	397
营业费用率%	11.12%	13.20%	14.20%	14.20%
管理费用	0	96	118	140
管理费用率%	0.00%	4.75%	5.00%	5.00%
研发费用	50	65	76	89
研发费用率%	2.85%	3.20%	3.20%	3.20%
EBIT	249	155	200	254
财务费用	17	0	-1	-2
财务费用率%	0.95%	0.02%	-0.04%	-0.06%
资产减值损失				
投资收益	4	4	7	8
营业利润	232	154	201	256
营业外收支				
利润总额	176	196	246	302
EBITDA	279	159	205	259
所得税	26	29	39	48
有效所得税率%	14.98%	15.00%	16.00%	16.00%
少数股东损益	5	13	17	20
归属母公司所有者净利润	145	153	190	233

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023	2024
货币资金	665	804	913	1077
应收账款及应收票据	298	342	408	480
存货	592	415	751	618
其它流动资产	145	177	226	297
流动资产合计	1701	1738	2298	2472
长期股权投资	66	81	111	141
固定资产	193	219	245	269
在建工程				
无形资产	24	44	64	84
非流动资产合计	355	421	506	591
资产总计	2056	2159	2804	3063
短期借款	425	465	495	525
应付票据及应付账款	513	307	552	456
预收账款				
其它流动负债	244	284	333	395
流动负债合计	1182	1056	1380	1376
长期借款	9	14	29	39
其它长期负债	68	68	68	68
非流动负债合计	77	82	97	107
负债总计	1259	1138	1477	1483
实收资本	445	503	602	602
普通股股东权益	797	1008	1297	1531
少数股东权益	0	13	30	50
负债和所有者权益合计	2056	2159	2804	3063

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：免税、医美、化妆品、植发、月子中心、酒店、人力资源、餐饮、茶饮、旅游、零售等多个板块。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。