

## 先发领跑，迈向顶峰

➤ **高端锂电 OPE 品牌制造商。** 泉峰控股是电动工具及户外动力设备 (OPE) 全球供应商，高度关注锂电化创新，公司历史可追溯至 1994 年。2007 年起，公司依次推出大有、FLEX、EGO、小强及 SKIL 五个品牌，打造差异化品牌矩阵。其中，EGO 品牌自 2013 年成立以来获得市场的高度认可，2020 年成为全球电动 OPE 市场排名第三的品牌。凭借锂电技术创新和先发优势，公司在行业转型期抓住市场机遇，电动 OPE 全球份额由 2018 年的第七位快速上升至 2020 年的第二位，引领高端锂电革新。2022 年，公司收入为 19.9 亿美元，同比+13.4%，归母净利润为 1.39 亿美元，同比-3.6%。

➤ **锂电加速渗透，国产龙头品牌乘势而上。** OPE 行业处于快速转型期，随着锂电 OPE 替代优势持续强化以及消费者接受度提升、锂电 OPE 核心零部件成本下降，叠加欧美限售燃油产品等环保政策持续加码，锂电 OPE 迎来加速发展的黄金时期。竞争格局方面，传统燃油 OPE 格局为海外龙头主导，但国产厂商凭借中国强大的锂电供应链优势+工程师红利+前瞻布局领跑锂电 OPE。在电动 OPE 市场，创科实业和泉峰控股 2020 年分别以 20.4% 和 11.4% 的份额位居全球第一和第二。

➤ **“产品+品牌+渠道” 三大支柱打造竞争壁垒。** 公司具有较强的先发优势，是最早将锂电电动工具商业化的公司之一，竞争壁垒坚实。产品力方面，公司在三电技术（电池平台、电机和电控）、电池热管理系统等方面具有较强的自研优势，推出差异化的高能量密度电池包，用户反馈良好，并且持续进行产品迭代，不断提高用户的产品黏性。品牌力方面，公司注重自有品牌建设，拥有 EGO、FLEX、SKIL、大有及小强五个品牌，覆盖欧美、亚太等主要区域和工业级/消费级/专业级以及大众/高端等细分市场。其中，EGO 自 2013 年成立以来发展迅速，2020 年在全球十大电动 OPE 品牌排名第三位，已成为高功率+高端锂电 OPE 品牌代表，市场份额有望进一步提升。渠道力方面，公司在深度绑定核心渠道商劳氏的同时，建立多渠道销售网络，包括零售商、分销商和电商等，并且战略性地按地区定制销售方案，广泛触达终端用户。

➤ **投资建议：** 我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 21.62/24.94/28.87 亿美元，归母净利润分别为 1.70/2.10/2.56 亿美元，EPS 为 0.33/0.41/0.50 美元，23/24 年对应 PE 为 13/11/倍。公司作为电动工具以及高端锂电 OPE 品牌领导厂商，在产品、渠道、品牌等方面具备明显优势，有望持续享受行业锂电化浪潮红利。首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：** 海外需求不及预期；竞争格局恶化；对核心渠道商依赖性较高。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万美元)	1995	2162	2494	2887
增长率 (%)	13%	8%	15%	16%
归属母公司股东净利润 (百万美元)	139	170	210	255
增长率 (%)	-4%	22%	24%	22%
每股收益 (美元)	0.28	0.33	0.41	0.50
PE	19	13	11	9
PB	2.9	1.9	1.7	1.5

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

注：股价为 2023 年 5 月 30 日收盘价，当日港元兑美元汇率 0.1277，人民币兑美元汇率 0.1413

**推荐**
**首次评级**
**当前价格：**
**31.12 元**

**分析师 汪海洋**

执业证书：S0100522100003

邮箱：wanghaiyang@mszq.com

**分析师 王刚**

执业证书：S0100522020001

邮箱：wanggang\_yjy@mszq.com

**分析师 李哲**

执业证书：S0100521110006

邮箱：lizhe\_yj@mszq.com

# 目录

<b>1 泉峰控股：增长强劲的高端锂电 OPE 龙头 .....</b>	<b>3</b>
1.1 公司简介：锂电 OPE 全球引领者，持续发力品牌建设 .....	3
1.2 公司治理：股权结构集中，管理团队经验丰富 .....	4
1.3 业务分析：电动工具+OPE 双轮驱动，EGO 品牌成为增长主引擎 .....	5
1.4 财务分析：营收快速增长，盈利能力稳步提升 .....	6
<b>2 锂电加速渗透，国产龙头品牌乘势而上 .....</b>	<b>8</b>
2.1 电动工具市场稳步增长，无绳类加速渗透 .....	8
2.2 全球千亿级 OPE 市场，应用场景广泛 .....	9
2.3 供需与政策共振，OPE 锂电化进程加速 .....	10
2.4 锂电化打破外资主导，国产品牌份额持续提升 .....	13
<b>3 高端品牌 EGO 增长强劲，竞争壁垒持续强化 .....</b>	<b>16</b>
3.1 产品力：锂电 OPE 先驱，三电技术优势显著 .....	16
3.2 渠道力：深度绑定核心渠道商，竞争壁垒持续深化 .....	18
3.3 品牌力：高端锂电品牌，电池平台化强化头部效应 .....	20
<b>4 盈利预测与投资建议 .....</b>	<b>22</b>
4.1 盈利预测假设与业务拆分 .....	22
4.2 估值分析与投资建议 .....	23
<b>5 风险提示 .....</b>	<b>24</b>
<b>插图目录 .....</b>	<b>26</b>
<b>表格目录 .....</b>	<b>27</b>
<b>分析师承诺 .....</b>	<b>28</b>

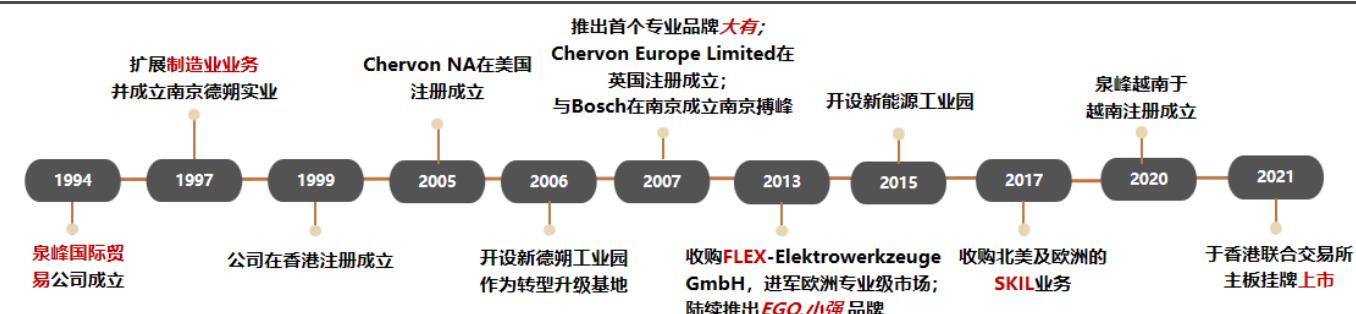
# 1 泉峰控股：增长强劲的高端锂电 OPE 龙头

## 1.1 公司简介：锂电 OPE 全球引领者，持续发力品牌建设

**电动工具&OPE 全球供应商，引领高端锂电化市场。**公司以“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，目前已成长为全球领先的电动工具及户外动力设备(OPE)龙头。2022 年实现收入规模 19.9 亿美元，同比增长 13%，其中锂电 OPE 业务同比增长 42%，逆势保持强劲增长。

**发展历程：从贸易走向制造，从制造走向品牌。**公司历史可追溯至 1994 年，前身为泉峰国际贸易，专注于电动工具的出口。1997 年，公司从贸易企业转型为实业制造企业。2007 年起，公司依次推出大有、FLEX、EGO、小强及 SKIL 五个品牌，打造差异化品牌矩阵。2020 公司与园林工具第一大零售商 Lowe's 达成合作，进一步开辟北美市场。凭借锂电池系统技术创新和先发优势，公司在行业转型期抓住市场机遇，电动 OPE 全球份额由 2018 年的第七位快速上升至 2020 年的第二位，引领高端锂电革新。2021 年，公司于香港联合交易所主板上市。未来公司战略方向为品牌化、全球化、专业化，目标到 2028 年成为行业 Top5 的企业。

图1：泉峰控股发展历程



资料来源：泉峰控股招股说明书，公司公告，民生证券研究院

**持续发力品牌建设，品牌矩阵完善。**公司通过内生和外延的方式打造了完善的品牌矩阵，目前公司拥有 EGO、FLEX、SKIL、大有及小强五个差异化定位的品牌，用于满足不同区域、品类、定位的全球消费者需求。其中，EGO 定位高端用户，FLEX 定位专业级终端用户，SKIL 定位专业建筑商和消费终端用户，大有定位专业级和工业级终端用户，小强定位建筑和家装行业承包商。

**图2：泉峰主要子品牌分类**


资料来源：泉峰控股招股书，公司公告，民生证券研究院

**表1：五大品牌覆盖主要区域和细分市场**

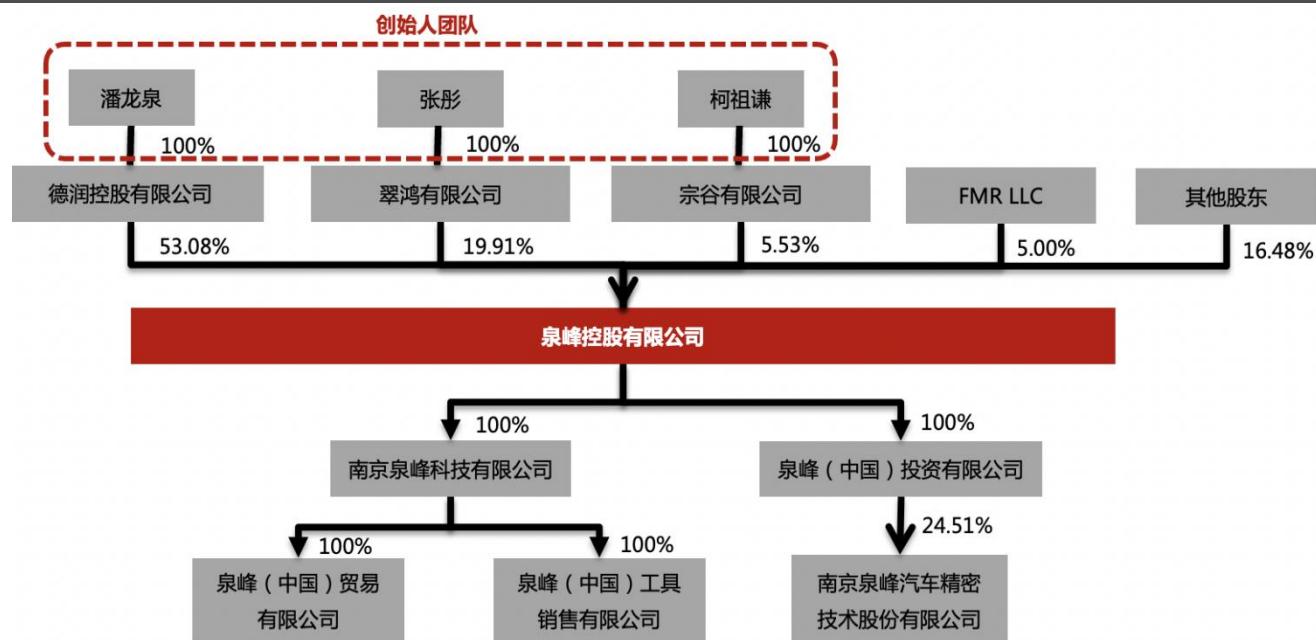
品牌	品牌定位	目标客户	重点地域	价格 (美元)
EGO	全球电动 OPE 市场排名第三	商业/高端市场	北美, 欧洲和亚太地区	100-7999
SKIL	美国电动工具及 OPE 厂商	消费级/大众市场	北美, 欧洲和亚太地区	50-1050
FLEX	专业级电动工具品牌	专业级市场	北美, 欧洲和亚太地区	20-450
大有	针对新兴市场的电动工具品牌	专业级市场	亚洲及其他新兴市场	30-1000
小强	针对中国家居市场的实惠品牌	专业级市场	中国	20-180

注：汇率按 7 元/美元测算

资料来源：泉峰控股招股说明书，民生证券研究院

## 1.2 公司治理：股权结构集中，管理团队经验丰富

**股权结构集中稳定，国际管理团队经验丰富。**截至 2022 年末，公司创始团队合计持股过半，其中创始人潘龙泉为公司第一大股东，持股 53.08%，张彤、柯祖谦分别以 19.91%、5.53% 的持股比例为公司第二、第三大股东。董事长潘龙泉拥有 30 逾年的电动工具及 OPE 设备行业经验，北美营销执行副总裁张彤拥有 20 逾年行业经验，北美、欧洲的销售业务由外籍管理人员 Michael John Clancy、Peter John Melrose 分管，创始团队多年来合作关系稳定，核心管理层经验丰富，具备国际视野。

**图3：泉峰控股股权结构（截至 2022 年年报）**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

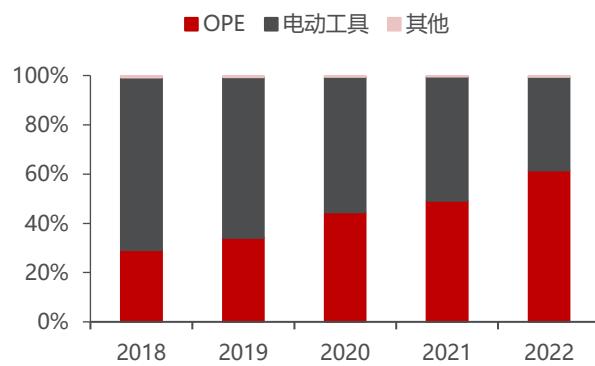
**表2：管理团队经验丰富**

姓名	职务	主要经历	学历背景	加入时间
潘龙泉	董事长&行政总裁	主要创办人，逾 30 年的电动工具及 OPE 产品行业经验。	南京大学硕士	1997
张彤	执行董事&北美营销 执行副总裁	共同创办人，逾 20 年的电动工具及 OPE 产品行业经验。	中欧商学院硕士	1997
柯祖谦	执行董事&制造与供 应链执行副总裁	联合创办人，逾 20 年行业经验，曾任技术服务供应商 TUV 莱茵公司、测试及认证供应商 TUV SUD 的技术经理。	同济大学硕士	1997
Michael John Clancy	执行董事&北美营销 高级副总裁	逾 30 年企业管理经验，曾任 Ski 副总裁、Rust-Oleum Corporation 消费业务组副总裁等。	美国德保罗大学硕士	2018
胡以安	首席财务官	曾任南京爱立信熊猫通信有限公司的财务经理。	澳大利亚国立大学硕士	2003
吴书明	产品解决方案部副总 裁	曾任南京土壤仪器厂工程师。	中国合肥工业大学学士	1997
Peter John Melrose	欧洲营销部副总裁	曾任 Black &Decker 营销及产品开发岗位， NEC(UK)LTD 欧洲营销经理，全球顶尖企业英国 Centrica plc 营销岗位等	英国赫尔大学硕士	2007
Christian Neuner	Flex 品牌副总裁	曾任罗兰贝格项目经理、罗兰贝格上海分公司负责人。	德国拜罗伊特大学博士	2014

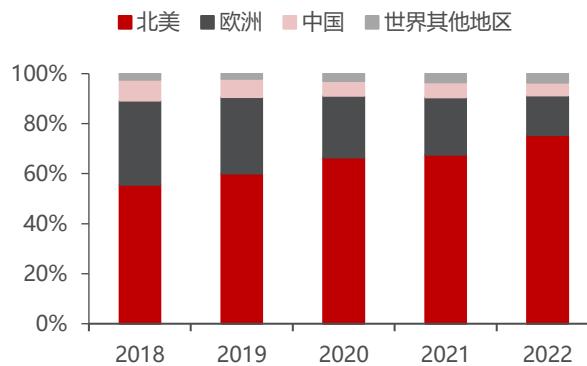
资料来源：泉峰控股招股书，民生证券研究院

### 1.3 业务分析：电动工具+OPE 双轮驱动，EGO 品牌成为增长主引擎

**电动工具&OPE 双轮驱动，欧美为主要市场。**公司主营业务包括电动工具(PT)以及户外动力设备(OPE)，其中 OPE 产品增长迅速，18-21 年电动工具/OPE 业务 CAGR 分别为 22.3%/62.5%。截至 2022，OPE 业务营收占比达 61.5%，反超电动工具成为公司营收的主要贡献力量。分地区看，北美、欧洲一直是公司第一、第二大市场，其中北美地区营收占比近年来不断提升，2018-2022 年间提升 19.8pct 至 75.4%，欧洲市场中占比较高电动工具业务增速相对较慢，营收占比由 2018 年的 33.7% 下滑至 2022 年的 15.9%；中国及世界其他地区为公司的第三大市场，合计占比约 10%。

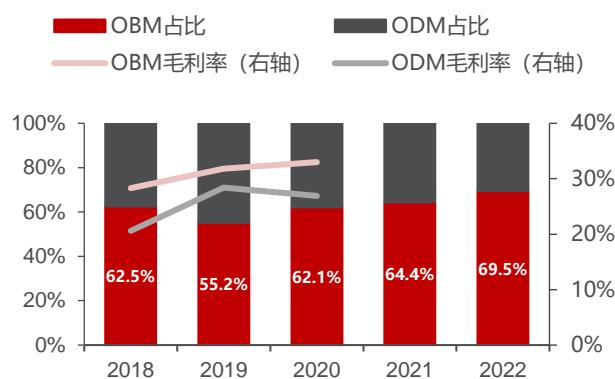
**图4：OPE 业务已经成为公司营收的主要贡献**


资料来源：泉峰控股招股书，公司公告，民生证券研究院

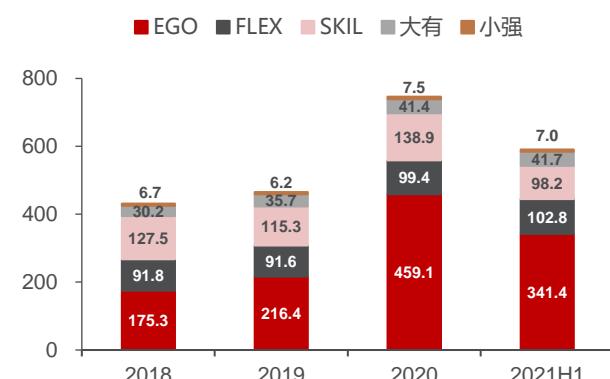
**图5：欧美为公司的主要销售市场**


资料来源：泉峰控股招股书，公司公告，民生证券研究院

**自有品牌高速发展，EGO 成为增长主引擎。**从生产模式来看，公司的业务可以分为 OBM 和 ODM 模式，其中 OBM 业务主要向零售商、分销商及电商平台销售包括 EGO、FLEX、SKIL、大有、小强五大自有品牌的产品，ODM 业务主要向精选的家居建材卖场及如 Lowe's & Kingfisher 等全国性质的零售商提供大众消费级产品。得益于清晰的产品定位及高研发投入对锂电、无绳技术强有力的支撑，公司自有品牌高速发展。2021 年 OBM 业务营收占比达到 64.4%，2022 年进一步提升至 69.5%，凭借着较高的毛利率优势，OBM 业务成为支撑公司业绩增长的核心。品牌方面，公司着力打造专注高端市场的锂电品牌 EGO，近几年呈现出“量价利”均高速增长的态势，成为推动公司 OBM 业务增长的主引擎。

**图6：OBM 业务占比保持上升趋势**


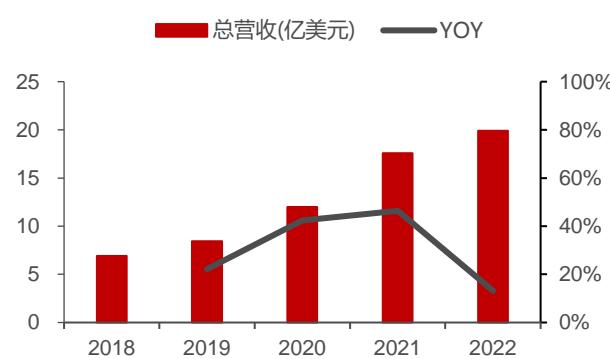
资料来源：泉峰控股招股书，民生证券研究院

**图7：公司自有品牌收入拆分 (单位：百万美元)**


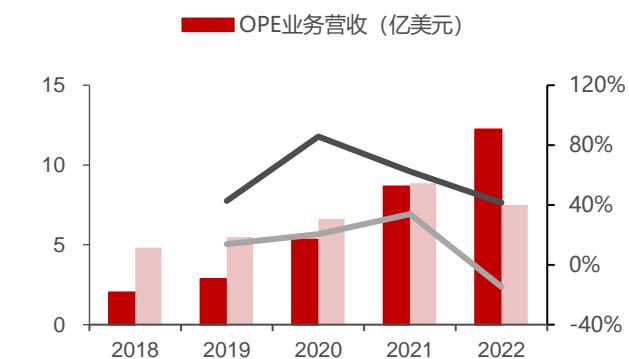
资料来源：泉峰控股招股书，民生证券研究院

## 1.4 财务分析：营收快速增长，盈利能力稳步提升

**OPE 业务快速增长，带动公司营收提升。**2018-2022 年，公司营收由 6.9 亿美元增长至 19.9 亿美元，期间 CAGR 为 30.3%，主要系欧美地区的禁燃油化环保政策催动下锂电 OPE 市场扩容，公司高端锂电品牌 EGO 产品销售提振拉动；2022 电动工具业务实现营收 7.5 亿美元，同比-14.7%，增速阶段性放缓主要系电动工具市场需求放缓及客户缩减库存导致，OPE 业务全年营收 12.23 亿美元，EGO 品牌的强势驱动下同比依然保持 41.5% 的高增速。

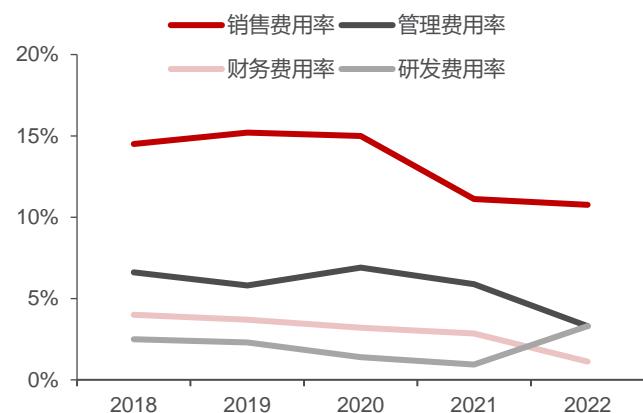
**图8：2018-2022 年公司营收持续增长**


资料来源：招股说明书，公司公告，民生证券研究院

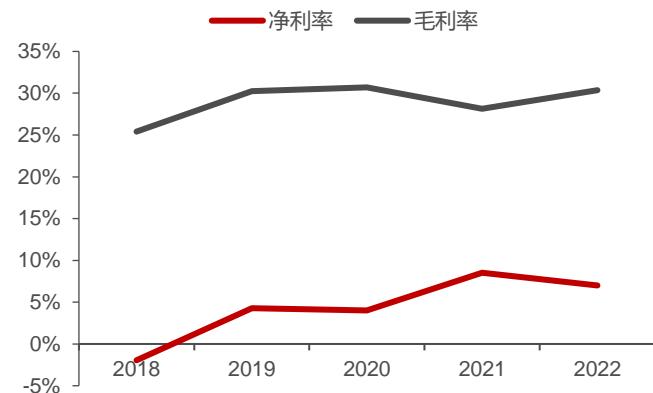
**图9：OPE 业务较电动工具业务增速更快**


资料来源：招股说明书，公司公告，民生证券研究院

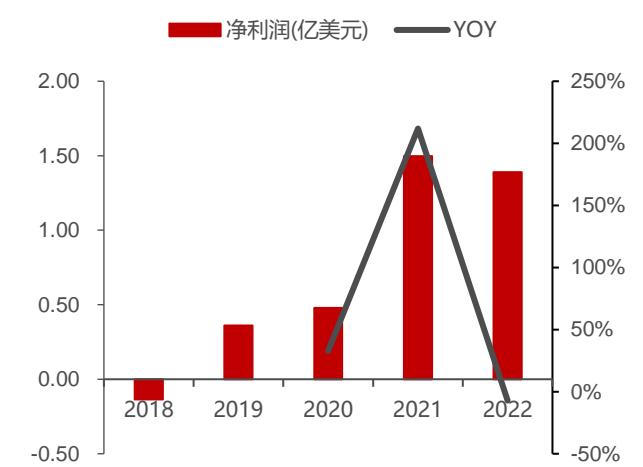
**公司期间费用率保持下行趋势，盈利能力稳步提升。**费用率方面，随着营收规模不断扩大，公司期间费用率保持下降趋势。其中销售/管理/财务费用率由2018年的14.5%/6.6%/4.0%下降至2022年的10.8%/3.3%/1.1%；2022年公司扩大核心人才库、设立北京研发中心，研发费用率同比+2.4pct至3.3%。盈利能力方面，2018-2021年，得益于规模效应及产品结构的持续优化，公司归母净利润由-0.1亿美元增长至1.5亿美元，盈利能力保持提升趋势。

**图10：近两年公司期间费用率得到有效控制**


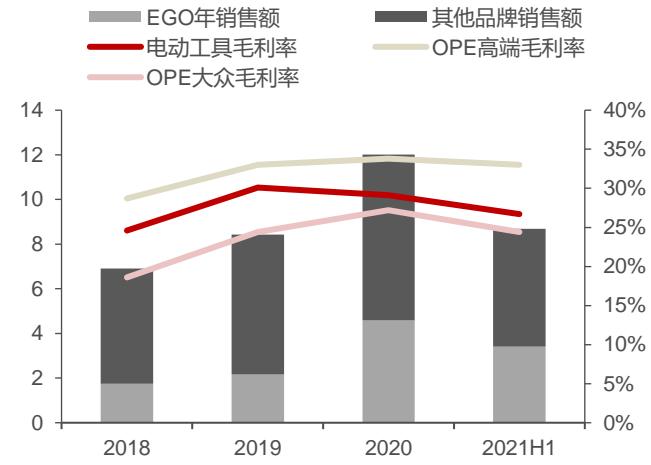
资料来源：招股说明书，公司公告，民生证券研究院

**图11：公司盈利能力稳步提升**


资料来源：招股说明书，公司公告，民生证券研究院

**图12：2018年以来公司净利润保持提升态势**


资料来源：泉峰控股招股书，公司公告，民生证券研究院

**图13：EGO 产品销售拉动盈利增长（单位：亿美元）**


资料来源：泉峰控股招股书，民生证券研究院

## 2 锂电加速渗透，国产龙头品牌乘势而上

### 2.1 电动工具市场稳步增长，无绳类加速渗透

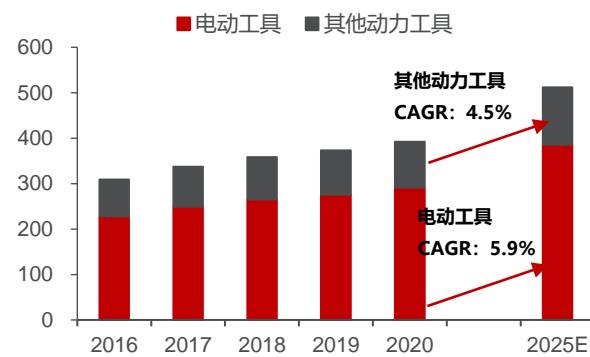
**电动工具市场稳步增长。**动力工具按照动力来源可以分为电动工具及其他动力工具，电动工具是指以小功率电机为动力，用手指操作，通过传动结构来驱动作业的工具，主要应用场景包括道路建筑、汽修、装修装饰等，占据动力工具的绝大部分市场，且市场保持相对更快的速度扩容，据 Frost&Sullivan，2020 年全球动力工具市场总规模约 392 亿美元，其中电动工具市场约占 74.1%，预计电动工具 2020-2025E CAGR 为 5.9%，其他动力工具 2020-2025E CAGR 为 4.5%。

图14：电动工具分类



资料来源：百度，FLEX 官网，大有官网，民生证券研究院

图15：动力工具市场规模及增速对比（单位：亿美元）

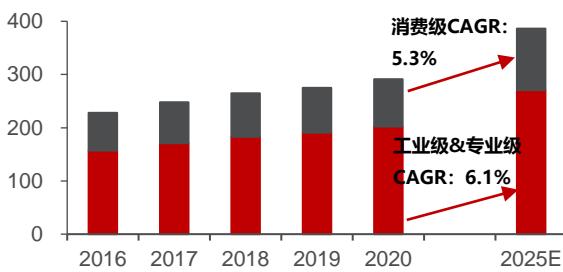


资料来源：泉峰控股招股书，民生证券研究院

**电动工具不同品类增速分化，无绳类增速较快。**按终端用户类别，电动工具可分为工业级/专业级和消费级，前者多用于工程建设、家装等场景，占比更重。据 Frost&Sullivan，2020 年工业级/专业级电动工具市场占比约为 69%，市场份额约为 202 亿美元。按供电技术不同，电动工具可分为无绳类（锂电、直流电）和有绳类（交流电），其中无绳类凭借小巧、易存放、噪音小、环保等特点增速更高。据 Frost&Sullivan 预测，2020-2025E 无绳类 CAGR 为 9.9%，显著高于有绳类（2020-2025E CAGR=2.1%）。

图16：按用户类别划分的电动工具市场规模及增速  
(单位：亿美元)

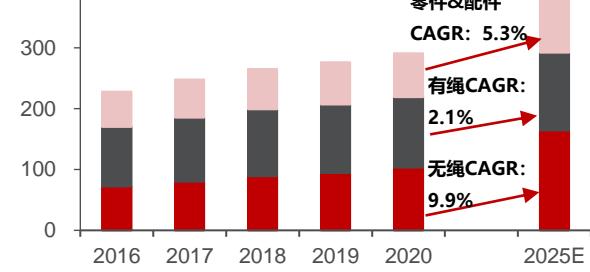
■工业级&专业级 ■消费级



资料来源：泉峰控股招股书，民生证券研究院

图17：按供电技术划分的电动工具市场规模及增速  
(单位：亿美元)

■无绳类 ■有绳类 ■零件及配件



资料来源：泉峰控股招股书，民生证券研究院

## 2.2 全球千亿级 OPE 市场，应用场景广泛

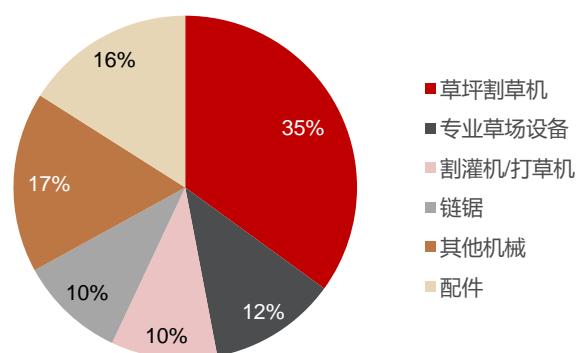
全球 OPE 市场规模千亿以上，产品应用场景广泛。OPE 产品多用于草坪、花园或庭院维护，需求具有较强刚需性。主要为园林机械工具，按使用类型可分为步进式、手持式、骑乘式和智能式。其中，草坪割草机为全球园林机械行业占比最大种类，2020 年占比为 35%。根据 Frost&Sullivan 数据，全球 OPE 市场由 2016 年的 201 亿美元增至 2020 年的 250 亿美元，期间复合增长率为 5.6%，未来有望以 5.3% 的复合增速增长至 2025 年的 324 亿美元。

图18：OPE 千亿市场，需求稳定增长



资料来源：Frost&Sullivan，泉峰控股招股书，民生证券研究院

图19：2020 年全球园林机械行业中割草机占比最大



资料来源：大叶股份可转债募集说明书，民生证券研究院

表3：OPE 主要品类及应用场景

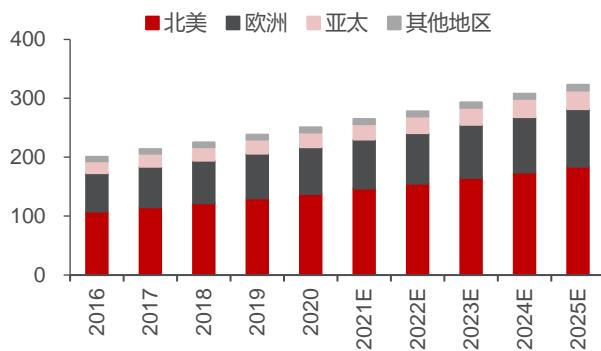
类型	产品品类	产品示意图	应用场景
步进式	割草机		主要应用于私人或公共绿地和花园的草皮、植被的修剪
	扫雪机		主要应用于去除道路、草坪、花园的积雪
	微耕机		主要应用于平原、山区、丘陵的旱地、水田、果园的旋耕、犁耕、播种
手持式	打草机		主要应用于草坪、花园、牧场等地方杂草的切割和修剪
	吹吸叶机		主要应用于杂草、树叶的吹、吸以及粉碎工作
骑乘式	割草机		主要应用于大草坪的草皮修建，多用于美国
智能式	割草机器人		主要应用于小且规整的草皮修建，多用于欧洲

资料来源：泉峰控股招股书、格力博招股书，民生证券研究院

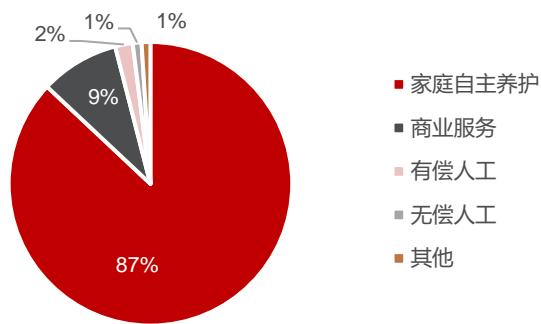
### 欧美地区为 OPE 主流市场，园艺文化与草坪养护相关法律约束赋予其类刚需

**属性。**根据 Frost&Sullivan 数据，北美及欧洲为 OPE 产品的最大区域市场，2020 年分别占全球 OPE 市场的 55.2% 及 31.6%，预计 2021-2025 年复合增长率为 5.9% 及 4.4%。在欧美地区，由于土地资源较为丰富、居民生活水平较高，草坪文化盛行。据大叶股份招股说明书，德国和英国分别有超过 43% 和 87% 的家庭拥有私家花园；美国、德国和英国的园艺爱好者分别超过其国家总成年人口的 40%、

60%和 49%。并且，由于欧美人工费用较贵，欧美地区养护草坪几乎为家庭自主养护，消费者倾向于使用 OPE 产品进行家居装饰或维修。同时，欧美地区针对草坪养护已出台相关法律法规，对割草等草坪护理行为做出了强制性要求。

**图20：欧美地区为 OPE 行业主流市场（亿美元）**


资料来源：Frost&Sullivan, 泉峰控股招股书, 民生证券研究院

**图21：美国养护草坪几乎为家庭自主养护**


注：数据来源于 2019 年，采访户数为 1182 户

资料来源：Statista, 民生证券研究院

**表4：欧美地区针对草坪养护有相应的法律法规约束**

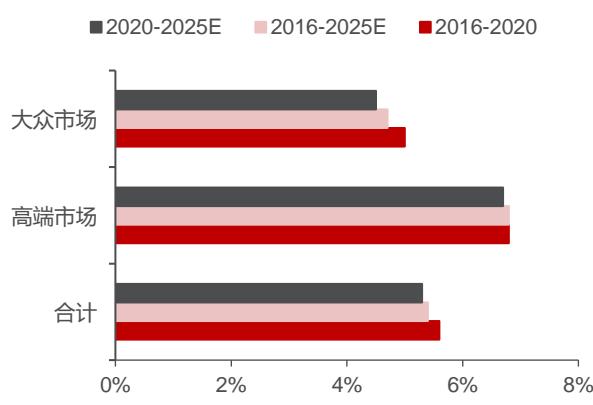
地区	草坪养护法律法规	
	加州	纽约
纽约	草坪的草高度不得超过 4 英寸，否则将面临罚款	未按规定修剪草坪的，初犯者即可能受到 1,000 美元罚款，若对庭院草坪任其滋长而不采取任何措施，将受到最高 10,000 美元罚款
多伦多	市政厅规定，私人房宅内的草坪高度不能超过 20 厘米，并派出监察员巡视，违规者或将面临罚款	
墨尔本	莫纳西市政厅规定每个家庭都应保证门前人行道上的草地保持整洁，经常割草，不得超过 30 厘米	

资料来源：格力博招股书, 民生证券研究院

**OPE 市场：大众市场占比高，高端市场增速快。**据 Frost&Sullivan, 2020 年全球 OPE 市场中，大众、高端市场需求占 65%/35%。大众市场需求主要用于中型住宅和庭院清洁维护，高端市场则主要用于住宅和商业用户和大面积区域等维护清洁，预计 2020-2025 年高端市场 CAGR 约 6.6%，高于大众市场的 4.4%。

**图22：全球 OPE 分市场规模及预测（单位：亿美元）**


资料来源：Frost&Sullivan, 泉峰控股招股书, 民生证券研究院

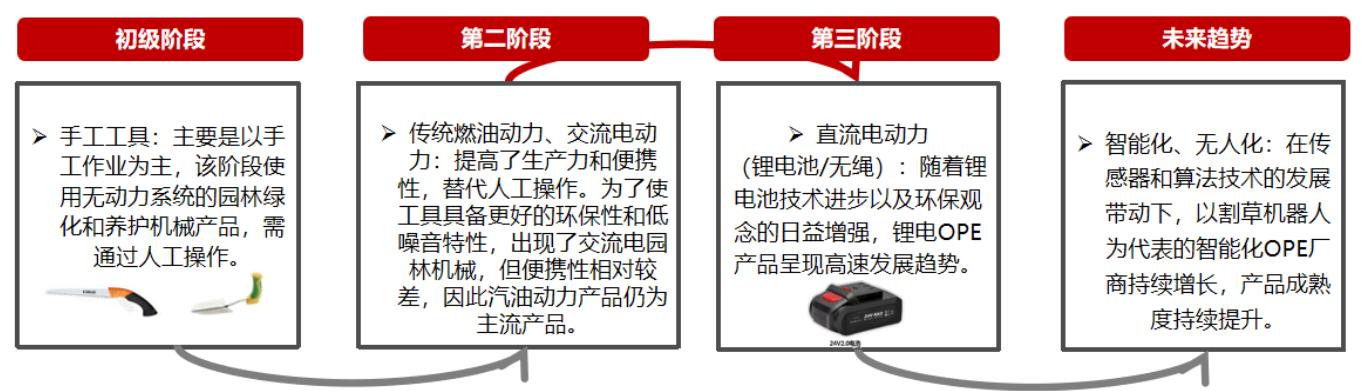
**图23：全球 OPE 高端市场增速快于大众市场**


资料来源：Frost&Sullivan, 泉峰控股招股书, 民生证券研究院

## 2.3 供需与政策共振，OPE 锂电化进程加速

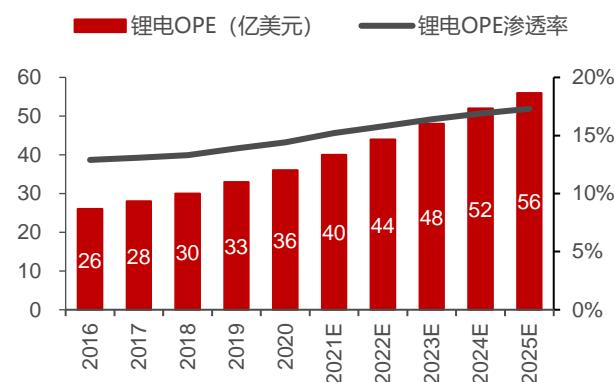
**OPE 锂电化率已达 14.4%，渗透率仍处高速提升阶段。** OPE 行业经历了手工作业、燃油、交流电动阶段，目前已经到达锂电化/无绳阶段，据 Frost&Sullivan 数据，2020 年全球 OPE 市场锂电化渗透率已达到 14.4%，市场规模约为 47 亿美元。随着锂电产品技术进步以及环保观念的日益增强，锂电 OPE 产品呈现高速发展态势，据 Frost&Sullivan 数据，无绳（锂电）OPE 市场规模有望保持 9.0% 的复合增速由 2020 年的 36 亿美元增长至 2025 年的 56 亿美元，增速显著高于整体的 5.3%。

图24：OPE 行业发展阶段



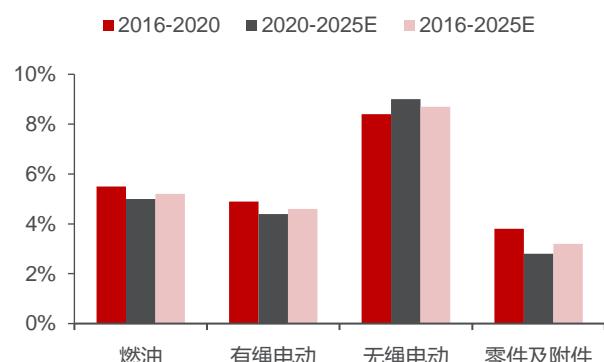
资料来源：格力博招股说明书，民生证券研究院

图25：全球锂电 OPE 市场规模及渗透率



资料来源：Frost&Sullivan，泉峰控股招股说明书，民生证券研究院

图26：锂电（无绳电动）OPE 产品 CAGR 最高



资料来源：Frost&Sullivan，泉峰控股招股说明书，民生证券研究院

**锂电 OPE 替代优势明显：性能接近燃油产品，且具有噪音更小、运行成本更低、环保性好等优点。** 电池技术为锂电 OPE 产品的核心技术，电池及热管理技术的高速迭代和普及使得高能量密度电池的安全性及寿命得到保证，目前部分锂电产品在动力、续航、安全性等基础性能上已与燃油产品接近。如泉峰的 EGO 品牌下锂电骑乘式割草机 ZT5207L 一次充电后可最多切割 4 英亩草坪（约 1.6w 平方米，标准足球场约为 7000 平方米），且拥有更优的环保性和静音效果。此外，厂商不断强化基于电池平台的产品生态矩阵的建设，高兼容性的电池平台可大幅降低用户更新锂电设备而需要重复购买电池组的成本，综合用户体验已经接近甚至

已超越部分燃油产品。

表5：燃油 VS 锂电割草机对比

割草机类型	燃油	锂电
品牌	MTD	EGO
产品名称	104509	LM2102SP-FC
示意图		
价格 (美元)	495	648
尺寸 (切割宽度)	21 英寸	21 英寸
排放量	140cc	/
电机技术	/	无刷
续航时间	/	60min
切割高度	1.25-3.75 英寸	1.5-4 英寸
碎草收集	√	√
碎草覆盖	√	√
碎草侧排	√	√

资料来源：Amazon，民生证券研究院

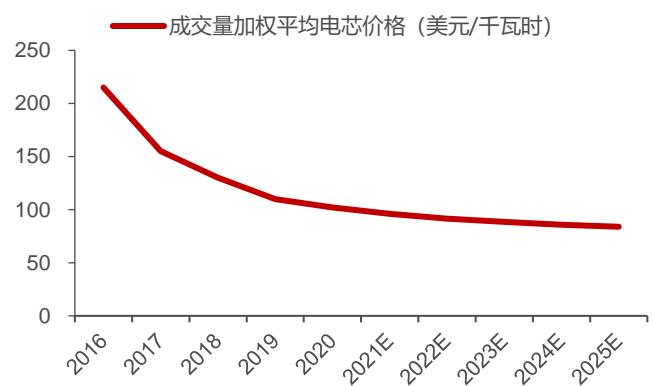
图27：锂电骑乘式割草机消费者评分较高

割草机型号	OVERALL SCORE	评分			
		SIDE DISCHARGING	MULCHING	BAGGING	EVENNESS
Ego ZT4204L ● Recommended	86	5/5	5/5	N/A	4/5
Ryobi RY48140 ● Recommended	80	5/5	5/5	N/A	4/5
Cub Cadet LT42e ● Recommended	77	5/5	5/5	3/5	4/5
Cub Cadet Ultima ZT1 42E ● Recommended	75	4/5	5/5	N/A	5/5
Ryobi RY48ZTR75	72	4/5	4/5	N/A	3/5
Cub Cadet CC30e	69	4/5	5/5	2/5	4/5

资料来源：Comsumer Reports，民生证券研究院

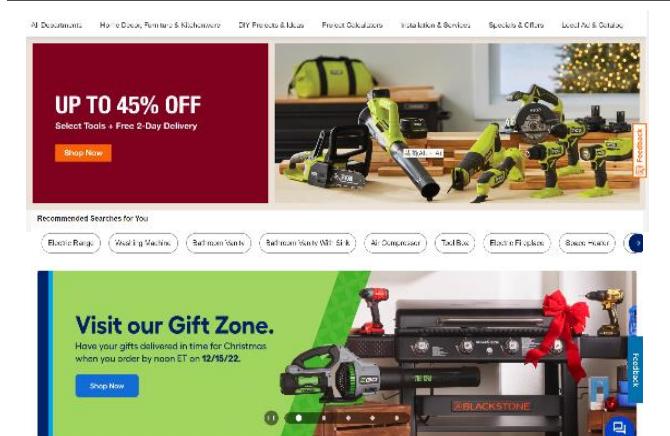
**锂电 OPE 核心零部件成本下降，渠道积极布局锂电产品。**电芯是锂电 OPE 核心零部件之一，2016-2020 年，电芯的价格由 215 美元/千瓦时下降至 102 美元/千瓦时，锂电 OPE 成本结构得以改善，考虑目前全球对环境高度关注及电池技术革命仍在继续，电芯价格长期视角下有望呈下降趋势。在销售渠道方面，OPE 产品的主要渠道为线下商超，其中家得宝和劳氏为核心渠道商，近年来均积极布局锂电产品。

图28：电芯价格呈现下降趋势



资料来源：Frost&Sullivan，泉峰控股招股书，民生证券研究院

图29：家得宝和劳氏官网首页为锂电产品



资料来源：家得宝官网，劳氏官网，民生证券研究院

**欧美限售燃油产品等环保政策催化，锂电化渗透提速。**OPE 市场主要以燃油动力设备为主，由于燃油割草机环保性差、污染大，欧洲及北美地区多个城市已出台政策禁用燃油 OPE 设备，燃油割草机市场份额下滑，电动割草机渗透率得益于此迅速上升。其中欧洲相关环保政策颁布时间更早，北美地区近两年环保政策步伐明显加快，政策速度及力度均不断加码的背景下，锂电 OPE 设备渗透率有望加速提升。

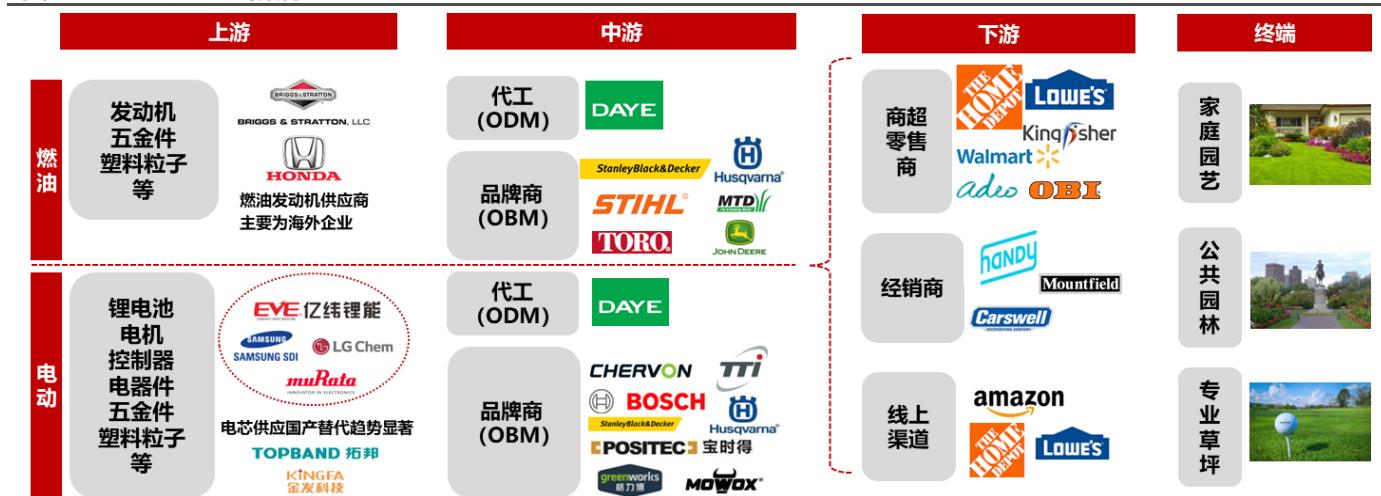
**表6：欧美环保政策持续加码**

时间	地区	相关规定与政策
2018年	华盛顿	2022年1月起禁止使用汽油吹叶机
2021年	纽约	到2017年，州内所有销售的新型草坪及景观美化设备必须实现零排放
2021年	波特兰	在2025年之前改用电动吹叶机
2021年	加州	2024年1月1日或之后禁止销售一些以燃气为动力的设备，包括草坪设备、发电机和高压清洗机
2022年	温哥华	到2024年将逐步淘汰用于个人及商业用途的汽油驱动景观维护及园林设备
2022年	马萨诸塞州	到2024年前期汽油吹叶机将逐步被淘汰

资料来源：各地区政府官网，民生证券研究院

## 2.4 锂电化打破外资主导，国产品牌份额持续提升

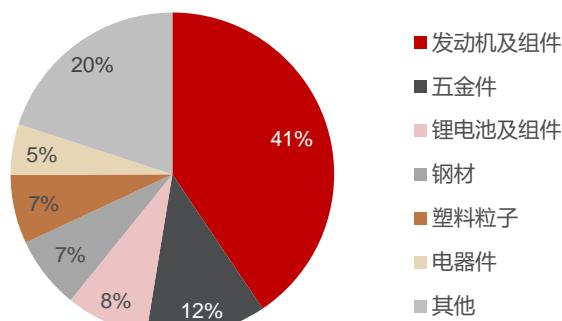
**OPE 产业链：锂电 OPE 差异主要在上游。**燃油 OPE 上游以发动机、五金件为主，其中燃油发动机供应商主要为海外企业，而锂电 OPE 上游则以三电系统为核心零部件。产业链中游厂商主要经由代理商和自有品牌商运作，国内厂商多以代工业务为主，头部企业向自有品牌转型。由于应用场景及受众群体基本一致，下游渠道相似度较高，线下渠道以大型商超、经销商为主，线上渠道以电商及自建渠道为主。

**图30：OPE 产业链拆解**


资料来源：大业股份招股书，格力博招股书，各公司官网，民生证券研究院

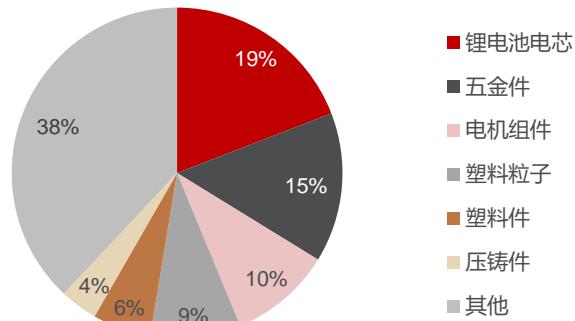
**锂电 OPE 成本以三电系统为主。**燃油 OPE 成本以发动机为主，据大叶股份招股书，发动机及组件成本约占 41%，主要供应商为 Briggs & Stratton、BMZ Holding GmbH 等外国厂商。锂电 OPE 成本主要以三电系统为主，主要涉及电芯、电机及电控系统，三电系统的技术水平决定了锂电 OPE 产品的性能，中国具备成熟的锂电产业链+工程师红利，三电系统技术的发展潜力充足。

图31：大叶股份 OPE 零部件成本结构（2021 年）



资料来源：大叶股份招股书，民生证券研究院

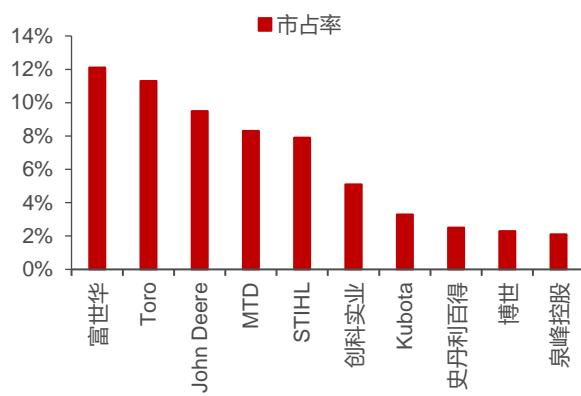
图32：格力博 OPE 零部件成本结构（2021 年）



资料来源：格力博招股书，民生证券研究院

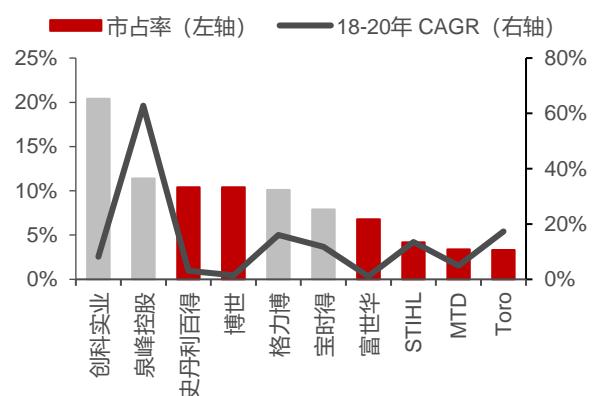
**锂电化打破外资主导格局，国产龙头弯道超车。**传统燃油 OPE 市场中，外资品牌占据主导地位，2020 年中国厂商创科实业、泉峰控股市占率仅为 5.1% 和 2.1%，排名第六和第十。而在锂电 OPE 市场中，凭借着强大的锂电供应链优势+垂直一体化制造体系，国产厂商前瞻布局，成功打造领跑优势，创科实业、泉峰控股、格力博、宝时得 2020 年分别位列第一、二、五、六名，总市占率为 49.8%。此外，国产龙头厂商锂电 OPE 业务增速远高于海外龙头，泉峰控股 18-20 年电动 OPE 销额复合增速为 62.8%，国外厂商多为个位数增速，预计国产厂商在整体 OPE 份额中有望持续提升。

图33：传统 OPE 市场国外厂商占主导地位（2020 年）



资料来源：Frost &amp; Sullivan, 泉峰控股招股书，民生证券研究院

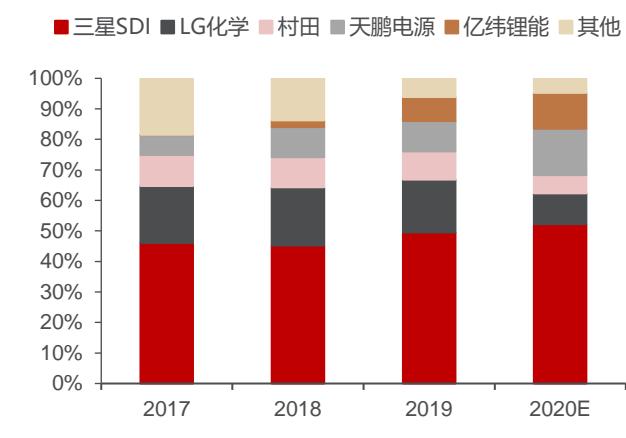
图34：电动 OPE 市场国内厂商位居前列（2020 年）



资料来源：Frost &amp; Sullivan, 泉峰控股招股书，民生证券研究院

注：灰色为国内厂商

**锂电产业链背书，国内厂商具备锂电池价格优势。**三电系统技术（锂电池、电机、电控系统）是锂电 OPE 的核心壁垒之一，在锂电方面，国内具备成熟的产业链体系和有竞争力的成本优势。我国锂电产业链发展处于全球领先水平，中国厂商连续五年主导锂电池市场，在成本端及供应端均存在较大优势。在全球锂电池市场中，中国厂商“一超多强”，宁德时代 2021 年以 32.1% 的市场份额位居全球第一，前十大份额中国内厂商总占比为 44.7%，国产锂电池在同种规格下（以江苏天鹏电源为例）较国外厂商低 1 至 5 元/颗。

**图35：国产电池厂商在电动工具市场份额持续提升**


资料来源: SNE Research, 民生证券研究院

**表7: 国产锂电池更具价格优势 (元/颗)**

规格	Murata 村田	Panasonic 松下	三星 SDI	LG 化 学	江苏天鹏
1.5Ah (30A)	NA	NA	12.0- 13.5	12.0- 13.5	<b>10.0-11.5</b>
2.0Ah (30A)	16.0- 18.0	NA	13.5- 15.5	13.0- 14.5	<b>11.0-12.5</b>
2.5Ah (30A)	18.0- 20.0	NA	15.0- 16.5	15.0- 16.5	<b>13.5-15.5</b>
2.8Ah (10A)	NA	16.0- 18.0	NA	NA	<b>13.5-16.0</b>
3.2Ah (10A)	NA	15.5- 18.0	15.0- 18.0	14.5- 18.0	<b>14.0-16.5</b>
3.5Ah (10A)	NA	23.0- 24.0	22.0- 24.0	16.0- 19.0	<b>NA</b>

注: 数据统计时间为 2023 年 5 月 26 日

资料来源: 真锂研究, 民生证券研究院

**国内厂商电动化布局较早, 注重三电技术研发和一体化生产。**以泉峰、格力博为代表的国产厂商在电动化布局较早, 泉峰控股于 2013 年推出世界首个 56V 锂电 OPE, 为首批性能与传统燃油 OPE 媲美的动力的产品之一。国产厂商注重三电技术研发和一体化生产, 多在电池平台、电池技术以及电机电控方面拥有核心技术 and 专利壁垒, 且纷纷布局垂直一体化生产, 实现核心零部件的自主设计与制造。

**表8: 国产厂商电动化布局较早, 注重技术研发**

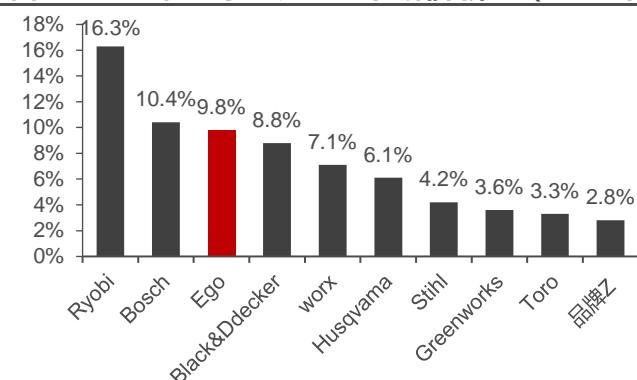
公司	锂电布局领先情况	拥有的 OPE 领域核心技术
泉峰控股	2013 年推出户用动力设备品牌 EGO, 并推出世界首个 56V 锂电 OPE, 为首批性能可与传统燃油 OPE 媲美的动力的产品之一	拥有自有的电池平台、电池管理系统 ( "BMS" ) 、电机及电控等基础技术, 例如 Arc-Lithium™ 电池、THERMA-TECH™ 冷却技能; 防尘、减振等特定技术。
格力博	2007 年开始推出锂电 OPE, 是全球锂电 OPE 行业的领先企业之一	拥有智能及 IoT 技术、电机控制及系统控制技术、电池包技术、充电器技术等多项具有行业领先优势的核心技术。

资料来源: 泉峰控股招股书、格力博招股书, 民生证券研究院

### 3 高端品牌 EGO 增长强劲，竞争壁垒持续强化

**电动 OPE 份额持续提升，EGO 保持强劲增长。**公司较早预判到锂电 OPE 的市场潜力，2014 年 EGO 品牌上市后成功受到市场高度认可，带动 OPE 业务 2018-2020 年实现 61.8% 的年均复合增长率，2021-2022 年行业逆风期，公司 OPE 业务依然取得了 62%、42% 的高增。持续领跑行业的增速也使得公司全球份额持续提升，据弗若斯特沙利文数据，公司在全球电动 OPE 市场的产品市占率从 2018 年的 5.0% 增加至 2020 年的 11.4%，其中 EGO 品牌市占率在 2020 年达到 9.8%，在全球品牌排名中从 2018 年的第 6 位上升至 2020 年的第 3 位。

图36：EGO 在全球电动 OPE 市场排名第三（2020 年）



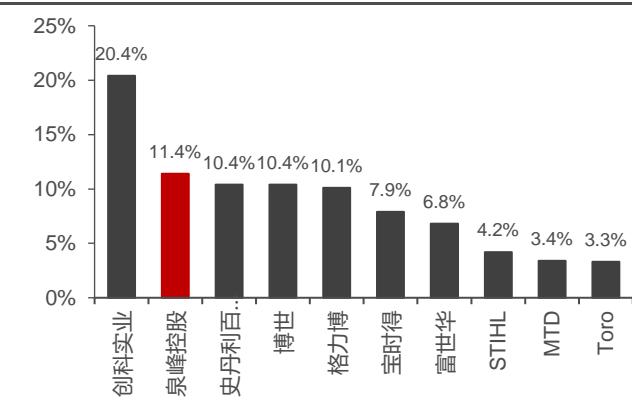
资料来源：泉峰控股招股书，民生证券研究院

图37：EGO 品牌保持高速增长



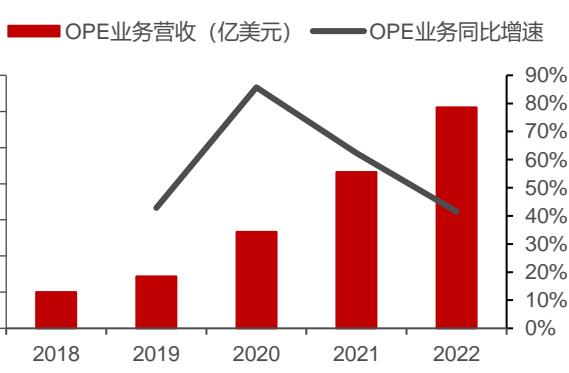
资料来源：泉峰控股招股书，民生证券研究院

图38：2020 年泉峰在全球电动 OPE 市场位列第二



资料来源：Frost & Sullivan，泉峰控股招股书，民生证券研究院

图39：OPE 业务近年保持高增



资料来源：泉峰控股招股书，民生证券研究院

#### 3.1 产品力：锂电 OPE 先驱，三电技术优势显著

**锂电 OPE 先驱，高功率锂电平台开创者。**公司较早预判到锂电 OPE 的市场潜力，于 2005 年开始启动锂电池技术的研发工作，于 2006 年成为世界上最早将锂电电动工具商业化的公司之一，2014 年率先将 56V 锂电池技术应用于 OPE 产品，突破了业界同类产品 40V 平台的局限，在动力和性能上可与汽油驱动产品相

媲美，同时又兼具产品环保性和便捷性的优势。

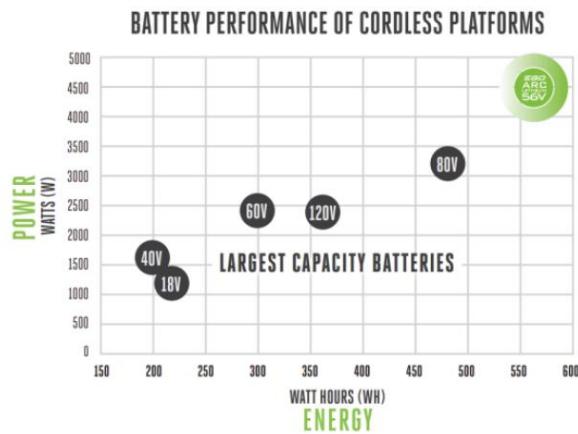
**技术先发优势明显，“三电技术”领先行业。** OPE 的性能取决于三电技术，电池平台提供能量，并通过电机转化为驱动力，电控系统监控和引导设备运行，其中最核心是电池平台。**1) 电池平台：**凭借独特的电池架构设计、革命性的电池热管理材料、智能化动力管理系统、独特的算法，公司构建了一个强大的 56V 电池包平台；**2) 电机：**采用了无刷永磁同步、直接驱动外转子技术提升了设备的使用效率并降低噪音水平，技术为公司内部研发；**3) 电控：**公司拥有无传感器控制技术、矢量控制技术和交流无刷技术，提高了产品的可靠性和舒适性。公司目前除电芯外采之外，已经实现电池组、电机、和 PCBA 等核心零部件自主设计、开发和制造。对于工具行业，强大的产品研究、设计和开发能力对于竞争差异化以及吸引和留住客户和终端用户至关重要，是公司塑造品牌力的核心抓手。

图40：公司 56V 高压电池平台具备多重核心技术



资料来源：泉峰控股招股书，民生证券研究院

图41：公司 56V 高压电池平台产品性能领先



资料来源：公司官网，民生证券研究院

表9：公司三电核心技术引领行业

技术类型	核心技术	技术优势
电池平台	防震设计	密封和防震设计保护电池 <b>不受潮湿和其他因素影响</b>
	智能电池管理	监控和优化每个电芯，最大限度 <b>提高功率、性能和运行时间</b>
	第三排平行电池	创新的设计将 <b>电力均匀地分布在各排电池上</b> ，应对极具挑战性的环境并提高性能
	Keep Cool 电池技术	每个电芯 <b>包裹可吸收热量的相变材料，再加上弧形专利设计</b> ，可防止电池过热，使设备可长时间满功率运行
电机	无刷永磁同步	具备更紧凑的结构、更轻的重量，实现更高的能量效率，并降低噪音
	直接驱动外转子	
电控	无传感电机驱动	
	矢量控制	提升产品动力、效率、可靠性和舒适度
	交流无刷控制	

资料来源：泉峰控股招股书、格力博招股书，民生证券研究院

**深耕产品创新，保持快速推新节奏。** 制造技术和快速适应不断变化的终端用户偏好的能力，是工具行业取得成功的关键因素，需要长时间的积累。公司基于先进技术和终端用户洞察，致力于通过持续的产品创新持续推动行业转型，2022 年泉

峰共推出 200+ 款新品，其中锂电供电产品约占新品的 85%。

**发力骑乘式割草机+商用产品，打造 EGO 第二增长曲线。**公司近几年开始发力锂电化较低的骑乘式割草机市场，2021 年推出第一代零转骑乘式割草机 Z6，配备无刷电机技术，提供与汽油发动机相当的动力及性能，但当时仍采用操作杆转向的方式。洞察到这种转向方式操作不方便以及使用燃油机用户切换后不习惯后，今年公司推出的新一代骑乘式割草机支持配备电子操控的方向盘，较大提升产品驾驶体验。此外，公司将商用产品定义为 EGO 的第二增长曲线，目前已有一些产品储备，未来在产品+渠道增量下商用领域有望带来较大增量。

图42：泉峰第一代零转向骑乘式割草机



资料来源：EGO 官网，民生证券研究院

图43：泉峰新一代骑乘式割草机采用方向盘设计



资料来源：EGO 官网，民生证券研究院

表10：公司骑乘式割草机 Z6 系列针对用户痛点优化升级

	ZT4204L	ZT5207L	ZT4205S
<b>马力</b>	22HP	25HP	22HP
<b>切割面积</b>	2 英亩	4 英亩	2.5 英亩
<b>转向方式</b>	操作杆	操作杆	方向盘
<b>电池</b>	4*10 Ah 电池	6*12Ah 电池	4*12Ah 电池
<b>甲板</b>	42 寸	52 英寸	42 寸
<b>亮点</b>	世界上第一个电池平台兼容的 骑乘式割草机	更宽的甲板和每次充电最多可切割 四英亩	以方向盘的精度进行 360°转弯
<b>上市时间</b>	2021 年	2021 年	2023 年

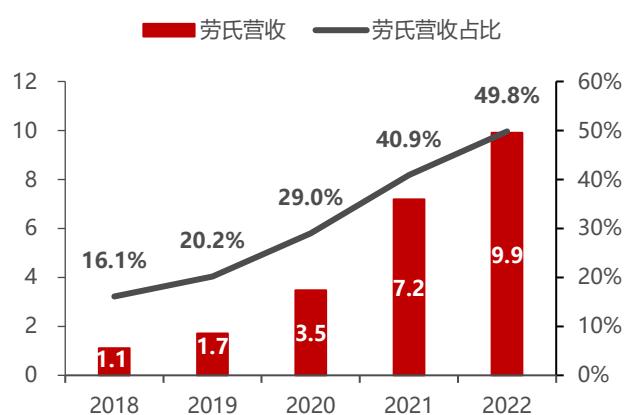
资料来源：EGO 官网，民生证券研究院

### 3.2 渠道力：深度绑定核心渠道商，竞争壁垒持续深化

**深度绑定核心渠道商，有壁垒的高质量增长。**线下零售商是 OPE 行业最核心流量入口，与核心渠道的深度绑定合作关系是 OPE 厂商竞争壁垒及增长动能的核心来源。凭借引领行业的产品创新，EGO 成立初期就拿下家得宝的战略合作，这

对于 EGO 早期快速成长起到非常关键的作用。2018 年公司来自于家得宝的收入占比达到 23%。之后由于家得宝内部竞争激烈等原因，泉峰 2020 年终止与家得宝的合作，成为劳氏的战略供应商，连续两年获得劳氏“年度合作伙伴奖”。达成战略合作后，公司在劳氏渠道快速放量，劳氏收入占比迅速提升，2022 年公司来自劳氏渠道的收入高达 9.9 亿美元，收入占比达到 50%。我们认为，泉峰和劳氏的合作会持续深化双方的竞争壁垒，夯实发展基本盘。

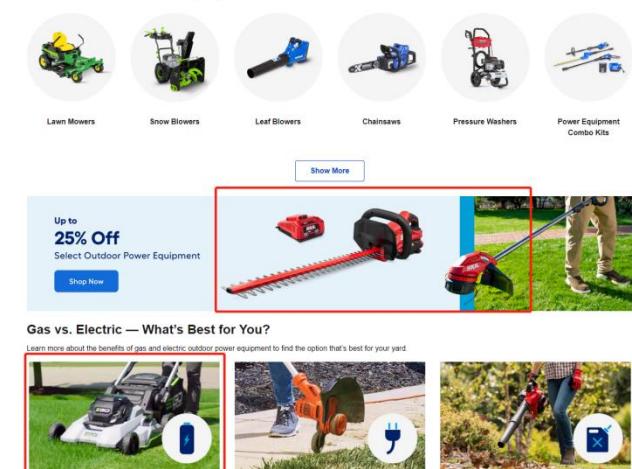
图44：劳氏营收占比迅速提升（单位：亿美元）



资料来源：泉峰控股招股书，民生证券研究院

图45：劳氏官网 OPE 栏目中泉峰产品居首推位置

Outdoor Tools & Equipment



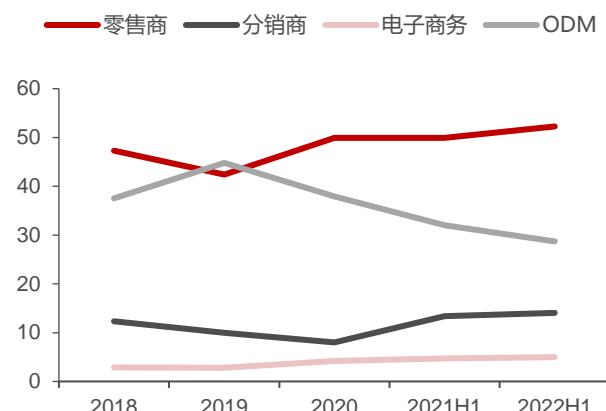
资料来源：Lowe's 官网，民生证券研究院

表11：达成战略合作后劳氏渠道快速放量（单位：百万美元）

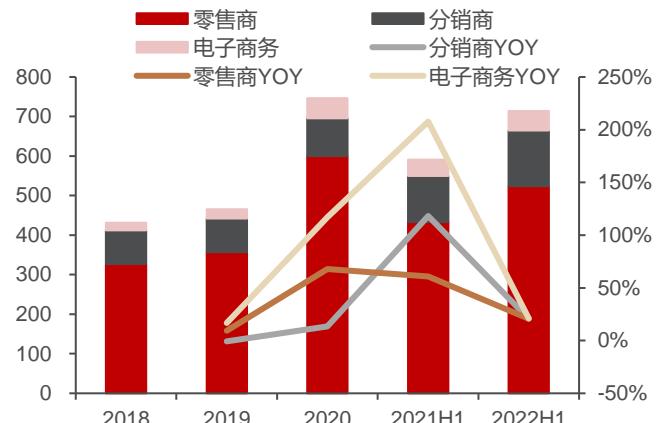
	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
<b>营业收入</b>	690.7	843.6	1200.9	1757.8	1989.3
<b>YOY</b>	-	22.1%	42.4%	46.4%	13.4%
<b>劳氏收入</b>	111.2	170.4	348.3	718.9	990.7
<b>YOY</b>	-	53.2%	104.4%	106.4%	37.8%
<b>家得宝收入</b>	158.2	176.3	188.5	-	-
<b>YOY</b>	-	11.5%	6.9%	-	-

资料来源：公司招股说明书，公司年报，民生证券研究院

**加快多元化渠道布局，经销商+电商渠道贡献新增量。**目前公司已经打造了基于“零售+分销+电商”渠道为主的销售网络，其中，北美市场以零售商渠道为主，欧洲则以最大的建材家居零售翠丰集团以及分销商为主。截至 22H1，公司 OBM 业务中，零售商、分销商以及线上电商收入占比分别为 73.3%、19.7%、7%。近几年公司发力经销商渠道，经销商拓展速度明显提升，已成为公司增速最快的渠道，且对于后续公司发力主要在经销商渠道销售的商用产品具备战略意义。此外，公司电商渠道也保持较快增长。

**图46：泉峰控股分渠道收入结构(%)**


资料来源：泉峰控股招股书，民生证券研究院

**图47：公司 OBM 各渠道收入及增速(单位: 百万美元)**


资料来源：泉峰控股招股书，公司年报，民生证券研究院

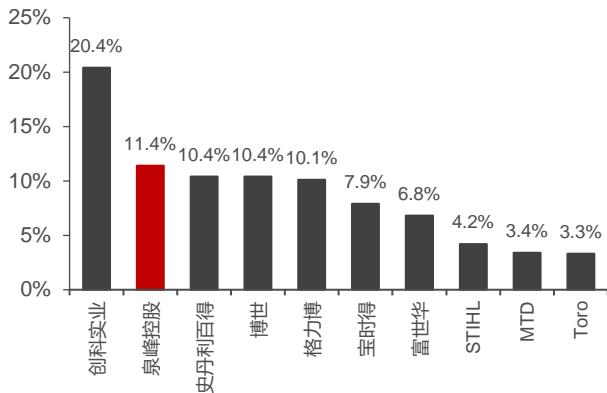
**表12：公司主要客户业务收入占比变化(%)**

客户名称	合作时长(年)	2018	2019	2020	2021	2022
劳氏	12	16.10%	20.20%	29%	40.90%	49.80%
博世	16	5.90%	4.40%	9.60%	-	-
Kingfisher	13	13	6.80%	4.20%	-	-
ACE Hardware	3	-	-	6.30%	-	-
亚马逊	8	-	-	-	-	-
家得宝	20	22.90%	20.90%	15.70%	-	-
Manomano	17	3.20%	-	-	-	-
(沃尔玛)	17	-	4.50%	-	-	-
<b>前五大客户合计</b>	<b>-</b>	<b>51.70%</b>	<b>56.80%</b>	<b>64.80%</b>	<b>64.70%</b>	<b>70.5%</b>

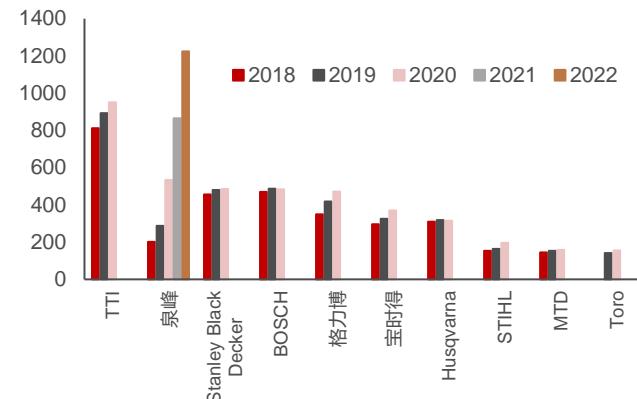
资料来源：泉峰控股招股书，公司年报，民生证券研究院

### 3.3 品牌力：高端锂电品牌，电池平台化强化头部效应

**声誉和品牌知名度是电动工具和 OPE 产品行业最关键的成功因素之一。**良好的声誉和品牌知名度也将为公司提供更强大的定价能力和竞争壁垒。然而，声誉和品牌知名度通常需要很长时间才能建立，通常需要悠久且良好的往绩记录，并且是进入行业的主要门槛。泉峰作为全球份额第二的锂电 OPE 品牌，依靠优秀产品力+长期营销费用投放打造的品牌壁垒较难被新进入厂商赶超。

**图48：2020年泉峰在全球电动OPE市场位列第二**


资料来源：Frost & Sullivan, 泉峰控股招股书, 民生证券研究院

**图49：泉峰OPE业务近年保持高增 (单位：百万元)**


资料来源：Frost & Sullivan, 泉峰控股招股书, 民生证券研究院

**作为高功率锂电平台的开创者，EGO 已成为高端锂电 OPE 品牌的代表。EGO**凭借优秀的产品力、多年积累的消费者口碑逐步占领消费者心智，获得了市场高度认可。根据美国第三方评测机构 Consumer Reports 出具的报告，EGO 品牌旗下的电动骑乘式割草机、电动打草机、电动吹叶机、电动链锯等多款产品综合得分位列同类产品靠前位置。

**表13：EGO 多款产品在评测中居高位**

综合排名	电动骑乘式割草机	电动打草机	电动吹叶机	电动链锯
1	<b>Ego ZT4205S</b>	<b>Ego ST1502SA</b>	<b>Ego LB6504</b>	Hart HLCS011
2	Ryobi RYRM8034	Sun Joe 24V-ST14B-CT	Ryobi RY40470VNM	<b>Ego CS1401</b>
3	Ryobi RY48140	Worx WG186	Stihl BGA 57	Atlas 80v Brushless 18" Chainsaw
4	Greenworks CRZ428	Greenworks ST48L4411	Toro 51624	<b>Ego CS1604</b>
5	Cub Cadet LT42e	Black+Decker LST140	Toro 51820	Stihl MSA 200C-BQ
6	Cub Cadet CC30e	Kobalt (Lowe's) KST 2540-06	Troy-Bilt TB272V	Makita XCU09PT
7	<b>Ego ZT4204L</b>	DeWalt DCST922BWC240C	Ryobi RY404180VNM	Stihl MSA 140 C-B

资料来源：Consumer Reports, 民生证券研究院

**电池平台化加速头部集中，深化用户粘性和忠诚度。**OPE 设备的性能主要取决于电池平台，EGO 锂电产品以领先行业的 56V 高电压 ArcLithium 平台为核心构建生态，包括新推出的骑乘式割草车在内的 EGO 旗下所有产品均采用全系列兼容、可插拔的锂电池组，降低用户反复购买新产品的边际成本，增强用户使用的便利性，提高客户对产品系列的忠诚度。

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主营包含电动工具及 OPE (户外动力设备)，我们预计 OPE 业务在 EGO 品牌赋能下增长动力更强，将成为带动公司营收提升的主要力量，预计公司 2023-2025 年营收分别为 21.62/24.94/28.87 亿美元，同比分别+8.7%/15.4%/15.8%。

**电动工具业务：**中短期来看，欧美电动工具主要受到 1) 地产景气度对终端需求的影响，2) 大型零售商库存水平的影响。目前地产景气度不确定性仍较高，需求端整体较弱，海外零售商仍处于去库存周期。中长期来看，电动工具市场的成长也受动力工具锂电化率提升速度的影响，目前动力工具锂电化进程已度过初期高速增长阶段，预期未来将保持较为稳定的增长。我们预计公司电动工具业务 2023-2025 年营收分别为 6.79/7.13/7.49 亿美元，同比分别-10%/+5%/+5%。

**OPE 业务：**OPE 行业锂电化仍处于初期发展阶段，我们预计 OPE 行业锂电渗透率将加速提升，公司作为高端锂电 OPE 龙头企业，拥有先发优势和技术壁垒，有望充分享受行业红利，维持较高的营收增速，预计公司 2023-2025 年营收分别为 14.68/17.62/21.14 亿美元，同比分别+20%/+20%/+20%。

**利润：**考虑到品牌影响力持续提升，产品引领高端市场，预计毛利率整体稳中有升，2023-2025 年毛利率分别为 31.2%/31.4%/31.5%。费用率方面，在规模效应下，未来三年管理费用、销售费用率预计趋于稳定。综合影响下，预计未来三年公司净利率分别为 7.9%/8.5%/8.9%，归母净利润同比增长 22%/25%/21%。

表14：泉峰控股盈利预测（百万美元）

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	843.6	1,200.9	1,757.8	1,989.3	2,161.7	2,493.6	2,887.1
<b>YOY</b>	22.1%	42.4%	46.4%	13.4%	8.7%	15.4%	15.8%
<b>毛利率</b>	30.3%	30.7%	28.1%	30.4%	31.2%	31.4%	31.5%
<b>电动工具</b>							
<b>收入</b>	549.7	661.1	885.2	754.9	679.4	713.4	749.1
<b>YOY</b>	13.7%	20.3%	33.9%	-14.7%	-10%	5%	5%
<b>占比</b>	65.2%	55.1%	50.4%	37.9%	31.4%	28.6%	25.9%
<b>毛利率</b>	30.1%	29.1%	26.7%	26.3%	26.5%	26.5%	26.5%
<b>户外动力设备</b>							
<b>收入</b>	288.0	533.7	864.6	1,223.5	1,468.2	1,761.9	2,114.3
<b>YOY</b>	43.0%	85.3%	62.0%	41.5%	20%	20%	20%
<b>占比</b>	34.1%	44.4%	49.2%	61.5%	68%	71%	73%
<b>毛利率</b>	30.8%	32.9%	29.8%	33.0%	33.5%	33.5%	33.5%
<b>其他零部件等</b>							
<b>收入</b>	5.9	6.1	8.0	10.8	14.1	18.3	23.8
<b>YOY</b>	-0.3%	3.7%	62.0%	35.7%	30%	30%	30%
<b>毛利率</b>	14.5%	19.8%	9.3%	15.0%	15%	15%	15%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

## 4.2 估值分析与投资建议

我们选取与泉峰控股业务品类重合度较高的创科实业、格力博、巨星科技、大叶股份作为可比公司。可比公司业务品类均为动力工具，与泉峰控股业务品类较为重合。23/24 年可比公司平均 PE 为 18x/13x，我们预计泉峰控股 23/24 年 EPS 分别为 2.34/2.90 (元)，对应 PE 为 13x/11x，低于行业可比公司平均水平，处于低估水平。

表15：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
0669.HK	创科实业	65.68	4.06	4.63	5.36	16	14	12
301260.SZ	格力博	24.19	0.73	1.33	1.91	33	18	13
002444.SZ	巨星科技	18.14	1.18	1.55	1.94	15	12	9
300879.SZ	大叶股份	16.79	0.07	0.60	0.93	-	28	18
均值						21	18	13
2285.HK	泉峰控股	31.12	1.98	2.34	2.90	19	13	11

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 5 月 30 日，当日港元兑美元汇率 0.1277，港元对人民币 0.90469 元

公司作为电动工具以及高端锂电 OPE 品牌领导厂商，在产品、渠道、品牌等方面具备明显优势，有望持续享受行业锂电化浪潮红利。首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 5 风险提示

**1) 海外需求不及预期的风险。**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。

**2) 竞争格局恶化的风险。**锂电 OPE 市场吸引众多传统燃油工具企业、新型品牌入局，加剧了行业竞争。若公司无法保持领先的创新能力、适应消费者需求、紧跟行业发展趋势，产品将无法保持市场领先地位。

**3) 对核心渠道商依赖性较高。**公司来自大客户（核心渠道商）的收入占比较高，如果公司对大客户的依赖性持续攀升，存在客户结构单一的风险，或对公司的盈利能力产生不利影响。

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万美元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	1,995	2,162	2,494	2,887
营业成本	1,385	1,488	1,712	1,977
销售费用	214	238	274	318
管理费用	90	97	112	130
财务费用	9	6	6	8
<b>营业利润</b>	231	262	307	360
利润总额	161	197	243	296
所得税	22	27	33	41
<b>净利润</b>	139	170	210	255
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	139	170	210	255
EBITDA	276	307	354	412
EPS (美元)	0.28	0.33	0.41	0.50
资产负债表 (百万美元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1,434	1,991	2,046	2,547
现金	467	555	555	567
应收账款	220	741	368	915
存货	600	544	944	853
其他	147	151	179	211
<b>非流动资产</b>	429	454	498	559
固定资产	233	217	221	244
无形资产	22	39	54	68
其他	173	198	223	248
<b>资产总计</b>	1,863	2,445	2,545	3,106
<b>流动负债</b>	711	1,063	1,003	1,370
短期借款	193	223	253	283
应付账款	294	556	422	707
其他	224	285	328	380
<b>非流动负债</b>	206	206	206	206
长期借款	137	137	137	137
其他	69	69	69	69
<b>负债合计</b>	916	1,269	1,209	1,575
少数股东权益	0	0	0	0
股本	503	505	505	505
留存收益和资本公积	444	671	831	1,026
归属母公司股东权益	946	1,176	1,336	1,531
<b>负债和股东权益</b>	1,863	2,445	2,545	3,106

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	13.31%	8.37%	15.35%	15.78%
营业利润增长率	75.56%	13.54%	17.18%	17.22%
净利润增长率	-3.58%	21.89%	23.51%	21.74%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	30.36%	31.18%	31.36%	31.53%
净利润率	7.01%	7.86%	8.41%	8.85%
净资产收益率 ROE	14.73%	14.44%	15.71%	16.68%
资本回报率 ROIC	16.23%	15.04%	15.67%	16.26%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	49.20%	51.90%	47.51%	50.71%
净负债比率	-14.50%	-16.62%	-12.41%	-9.65%
流动比率	2.02	1.87	2.04	1.86
速动比率	1.12	1.31	1.04	1.18
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.02	1.00	1.00	1.02
应收账款周转率	7.67	4.50	4.50	4.50
应付账款周转率	3.43	3.50	3.50	3.50
<b>每股指标 (美元)</b>				
每股收益	0.28	0.33	0.41	0.50
每股经营现金流	0.05	0.29	0.37	0.46
每股净资产	1.93	2.30	2.61	3.00
<b>估值分析</b>				
PE	19.34	13.22	10.70	8.79
PB	2.85	1.91	1.68	1.47
EV/EBITDA	9.28	6.67	5.88	5.10
现金流量表 (百万美元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>				
净利润	139	170	210	255
折旧摊销	36	40	40	44
少数股东权益	0	0	0	0
营运资金变动及其他	-152	-61	-59	-65
<b>投资活动现金流</b>				
资本支出	-72	-40	-60	-80
其他投资	-44	-100	-99	-99
<b>筹资活动现金流</b>				
借款增加	-104	30	30	30
普通股增加	58	100	0	0
已付股利	-35	-50	-62	-73
其他	-23	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	-198	88	0	12

## 插图目录

图 1: 泉峰控股发展历程.....	3
图 2: 泉峰主要子品牌分类 .....	4
图 3: 泉峰控股股权结构 (截至 2022 年年报) .....	4
图 4: OPE 业务已经成为公司营收的主要贡献 .....	5
图 5: 欧美为公司的主要销售市场 .....	5
图 6: OBM 业务占比保持上升趋势 .....	6
图 7: 公司自有品牌收入拆分 (单位: 百万美元) .....	6
图 8: 2018-2022 年公司营收持续增长 .....	6
图 9: OPE 业务较电动工具业务增速更快 .....	6
图 10: 近两年公司期间费用率得到有效控制 .....	7
图 11: 公司盈利能力稳步提升 .....	7
图 12: 2018 年以来公司净利润保持提升态势 .....	7
图 13: EGO 产品销售拉动盈利增长 (单位: 亿美元) .....	7
图 14: 电动工具分类 .....	8
图 15: 动力工具市场规模及增速对比 (单位: 亿美元) .....	8
图 16: 按用户类别划分的电动工具市场规模及增速 (单位: 亿美元) .....	8
图 17: 按供电技术划分的电动工具市场规模及增速 (单位: 亿美元) .....	8
图 18: OPE 千亿市场, 需求稳定增长 .....	9
图 19: 2020 年全球园林机械行业中割草机占比最大 .....	9
图 20: 欧美地区为 OPE 行业主流市场 (亿美元) .....	10
图 21: 美国养护草坪几乎为家庭自主养护 .....	10
图 22: 全球 OPE 分市场规模及预测 (单位: 亿美元) .....	10
图 23: 全球 OPE 高端市场增速快于大众市场 .....	10
图 24: OPE 行业发展阶段 .....	11
图 25: 全球锂电 OPE 市场规模及渗透率 .....	11
图 26: 锂电 (无绳电动) OPE 产品 CAGR 最高 .....	11
图 27: 锂电骑乘式割草机消费者评分较高 .....	12
图 28: 电芯价格呈现下降趋势 .....	12
图 29: 家得宝和劳氏官网首页为锂电产品 .....	12
图 30: OPE 产业链拆解 .....	13
图 31: 大叶股份 OPE 零部件成本结构 (2021 年) .....	14
图 32: 格力博 OPE 零部件成本结构 (2021 年) .....	14
图 33: 传统 OPE 市场国外厂商占主导地位 (2020 年) .....	14
图 34: 电动 OPE 市场国内厂商位居前列 (2020 年) .....	14
图 35: 国产电池厂商在电动工具市场份额持续提升 .....	15
图 36: EGO 在全球电动 OPE 市场排名第三 (2020 年) .....	16
图 37: EGO 品牌保持高速增长 .....	16
图 38: 2020 年泉峰在全球电动 OPE 市场位列第二 .....	16
图 39: OPE 业务近年保持高增 .....	16
图 40: 公司 56V 高压电池平台具备多重核心技术 .....	17
图 41: 公司 56V 高压电池平台产品性能领先 .....	17
图 42: 泉峰第一代零转向骑乘式割草机 .....	18
图 43: 泉峰新一代骑乘式割草机采用方向盘设计 .....	18
图 44: 劳氏营收占比迅速提升 (单位: 亿美元) .....	19
图 45: 劳氏官网 OPE 栏目中泉峰产品居首推位置 .....	19
图 46: 泉峰控股分渠道收入结构(%) .....	20
图 47: 公司 OBM 各渠道收入及增速 (单位: 百万美元) .....	20
图 48: 2020 年泉峰在全球电动 OPE 市场位列第二 .....	21
图 49: 泉峰 OPE 业务近年保持高增 (单位: 百万元) .....	21

## 表格目录

表 1: 五大品牌覆盖主要区域和细分市场 .....	4
表 2: 管理团队经验丰富 .....	5
表 3: OPE 主要品类及应用场景 .....	9
表 4: 欧美地区针对草坪养护有相应的法律法规约束 .....	10
表 5: 燃油 VS 锂电割草机对比 .....	12
表 6: 欧美环保政策持续加码 .....	13
表 7: 国产锂电池更具价格优势 (元/颗) .....	15
表 8: 国产厂商电动化布局较早, 注重技术研发 .....	15
表 9: 公司三电核心技术引领行业 .....	17
表 10: 公司骑乘式割草机 Z6 系列针对用户痛点优化升级 .....	18
表 11: 达成战略合作后劳氏渠道快速放量 (单位: 百万美元) .....	19
表 12: 公司主要客户业务收入占比变化(%) .....	20
表 13: EGO 多款产品在评测中居高位 .....	21
表 14: 泉峰控股盈利预测 (百万美元) .....	22
表 15: 可比公司 PE 数据对比 .....	23

## 分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	行业评级	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
		推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026