

家用电器

投资建议： 强于大市（维持）

上次建议： 强于大市

探寻电动工具与 OPE 行业的地产与库存周期

前言：寻找投资电动工具与 OPE 行业的锚点

23 年底以来，基于美国降息预期渐强，美国地产景气转好预期渐起，而作为美国地产链相关的电动工具与园林工具板块开始被市场关注；同时从美国商务部及家得宝、劳氏等数据看，电动工具与 OPE 或早或晚均已进入去库周期，甚至部分品类去库或接近尾声；需求与库存双拐点叠加下，后续板块弹性可期。本文我们从地产与库存周期两个维度出发，探讨电动工具与园林工具的地产周期性，以及当前的去库节奏，从而探寻板块投资机会。

地产周期：电动工具>OPE，需求侧有望复苏

广义电动工具包含电动工具与 OPE，前者主要应用场景包括建筑、装修等，直观而言与地产关联度较高；后者主要包括草坪、花园、高尔夫球场等场景的日常维护，温度、降水也会影响植物生长，进而影响 OPE 需求，因此电动工具与地产景气关联度>OPE。代表性企业创科与泉峰的财务数据表明，美国地产见底后，二者营收向上弹性显著，产能利用率修复带来的业绩弹性或更可观；若后续随着美国地产拐点到来，需求侧有望迎来显著修复。

库存周期：电动工具领先去化，OPE 有望改善

当前美国建材&OPE 零售商周转天数正向历史平均水平收敛，其中家得宝去库节奏快于劳氏，但劳氏预计也渡过了 2023 年库存高点，后势可适当乐观；上游生产企业方面，创科得益于与家得宝强绑定，库存周转天数领先下行，预计泉峰随后也有望迎来好转，进一步考虑到美国电钻、割草机进口额同比下滑，且显著低于建材&OPE 零售额增速，预计行业整体去库节奏较好，其中电动工具或领先去化，而 OPE 渠道库存水平的改善也箭在弦上。

投资建议：建议关注电动工具龙头与 OPE 领跑企业

我们认为降息预期渐强背景下，美国地产景气转好预期渐起，基于对产业链公司历史财务数据复盘，地产周期见底后电动工具与 OPE 龙头营收向上弹性显著，而产能利用率修复带来的业绩弹性或更可观；在库存周期方面，家得宝去库节奏快于劳氏，我们预计劳氏也已渡过库存高点，且代表性品类电钻&割草机进口额已经同比下滑，行业整体去库节奏较好；综上，电动工具&OPE 行业龙头有望先后受益，迎来新一轮复苏。维持行业“强于大市”评级，建议关注电动工具龙头创科实业、OPE 领跑企业泉峰控股与格力博。

风险提示：1) 国内外需求不及预期；2) 原材料价格及汇率大幅波动。

相对大盘走势



作者

分析师：管泉森
 执业证书编号：S0590523100007
 邮箱：guanqs@glsc.com.cn
 分析师：孙珊
 执业证书编号：S0590523110003
 邮箱：sunshan@glsc.com.cn
 分析师：莫云皓
 执业证书编号：S0590523120001
 邮箱：moyh@glsc.com.cn

相关报告

1、《家用电器：2023 年报业绩前瞻：低基数上的稳健修复》2024.01.10
 2、《家用电器：淡季运行稳健，配置价值突出——家电行业 12 月月报及 1 月投资策略》2024.01.03

正文目录

前言	3
地产周期：电动工具>OPE，需求侧有望复苏	3
区分电动工具与 OPE，电动工具地产属性更强	3
拟合历史数据与龙头营收增速，需求有望复苏	5
库存周期：电动工具领先去化，OPE 有望改善	6
疫情导致库存周期大幅波动，当前逐步回归中枢	6
电动工具领先去化，OPE 或已渡过顶点	7
投资建议：建议关注电动工具龙头与 OPE 领跑企业	10
风险提示	10

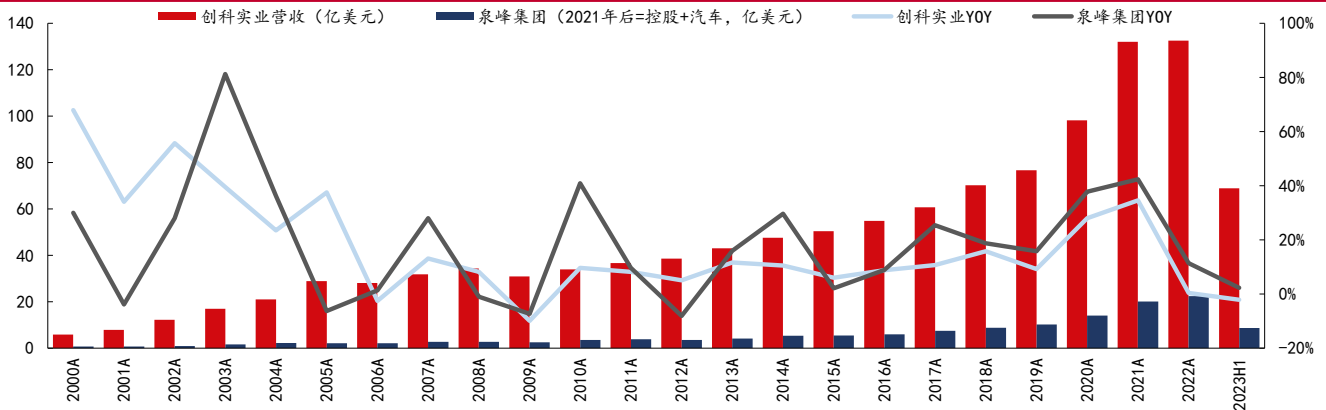
图表目录

图表 1： 电动工具与 OPE 的代表性企业营收均有周期性	3
图表 2： 电动工具与户外动力设备的代表性品类	4
图表 3： 全球电动工具&OPE 市场规模	4
图表 4： 2020 年全球电力工具&OPE 分地区规模	4
图表 5： 创科实业营收分地区	4
图表 6： 泉峰控股营收分地区	4
图表 7： 美国建材、园林设备及物料店零售额增速与美国地产景气明显匹配	5
图表 8： 建材&OPE 零售商 PPI 反应价格波动剧烈	5
图表 9： 劳氏美国可比销售增长主要由价格贡献	5
图表 10： 创科实业、泉峰集团的营收增速与美国地产景气有明确对应	6
图表 11： 美国电钻进口金额增速与地产景气相匹配	6
图表 12： 美国割草机进口金额增速与地产景气较匹配	6
图表 13： 建材&OPE 零售商库销比	7
图表 14： 1-2 月一般为零售商库销比高峰（未季调）	7
图表 15： 2023H1 建材&OPE 渠道累库，H2 向均值回归	7
图表 16： 家得宝&劳氏库存周转天数	8
图表 17： 家得宝库存周转天数已先于劳氏下滑	8
图表 18： 创科&泉峰库存周转天数	8
图表 19： 创科库存周转天数已先于泉峰下行	8
图表 20： 美国建材&OPE 零售额的季节性	9
图表 21： 美国建材、园林工具渠道零售额的季节性	9
图表 22： 中国向美国出口电钻量的季节性	9
图表 23： 中国向美国出口割草机量的季节性	9
图表 24： 开创电气的主营收入季节性	9
图表 25： 大叶股份的主营收入季节性	9
图表 26： 美国电钻、割草机进口金额增速已显著慢于建材&OPE 渠道零售额增速	10

前言

23 年底以来，基于美国降息预期渐强，美国地产景气转好预期渐起，而作为美国地产链相关的电动工具与园林工具板块开始被市场关注，同时从美国商务部数据与家得宝、劳氏数据可观测到二者陆续均已进入去库周期，而在需求与库存双拐点叠加下，后续板块或有弹性显著。本篇报告我们拟从地产周期与库存周期两个维度出发，通过对美国行业、进出口数据以及 A、H 两地代表性产业链企业的财务数据进行分析，探讨电动工具与园林工具的地产周期性，以及当前的去库节奏，欢迎交流。

图表1：电动工具与 OPE 的代表性企业营收均有周期性



资料来源：创科实业公司公告，泉峰集团交流材料，国联证券研究所

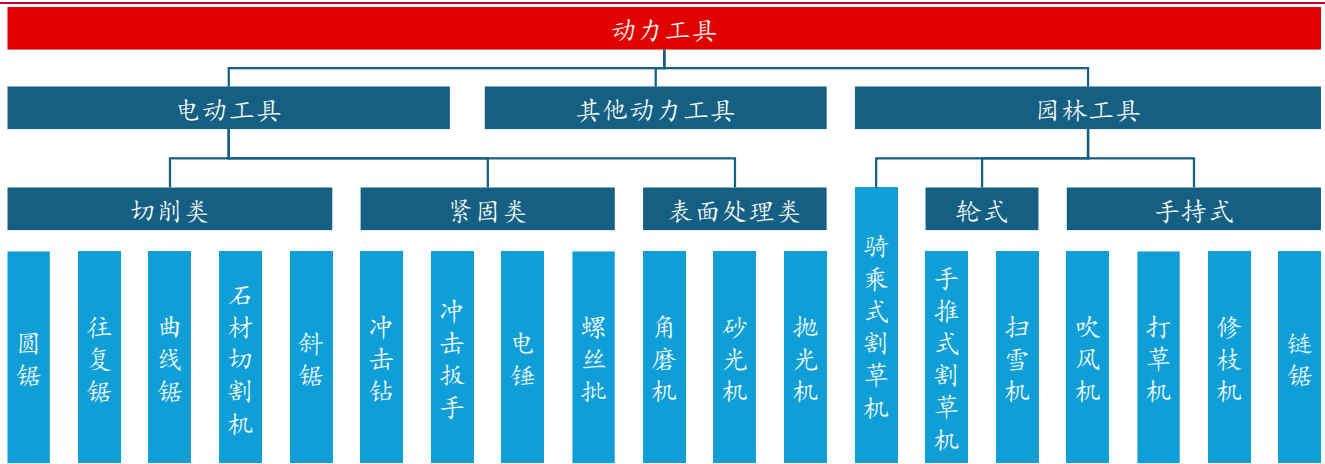
地产周期：电动工具>OPE，需求侧有望复苏

区分电动工具与 OPE，电动工具地产属性更强

我们首先将电动工具与 OPE 做一个简单区分，参考泉峰控股的招股说明书，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，其中按功能将电动工具划分为切削类工具、紧固类工具表面处理类工具；户外动力设备 (OPE, Outdoor Power Equipment) 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，实际上也从属于广义的动力工具，按照工作方式，可以划分为小型的手持式设备、手推式/轮式、以及大型骑乘式割草机。同时两者部分品类有交叉，例如手持式园林工具中的链锯与电动工具当中的切削类产品或可替代使用，可见电动工具与户外动力设备之间的界限也并非泾渭分明。

电动工具的主要应用场景包括建筑、装修等，直观感受与地产景气度总体关联度较高，而 OPE 的主要应用场景包括草坪、花园、高尔夫球场等的日常维护工作，而气温、降水、降雪也会影响草坪与园林环境，进而影响 OPE 的需求，直观来说，OPE 与地产景气之间的关联度低于电动工具，且我们预计二者均受经济周期的影响。

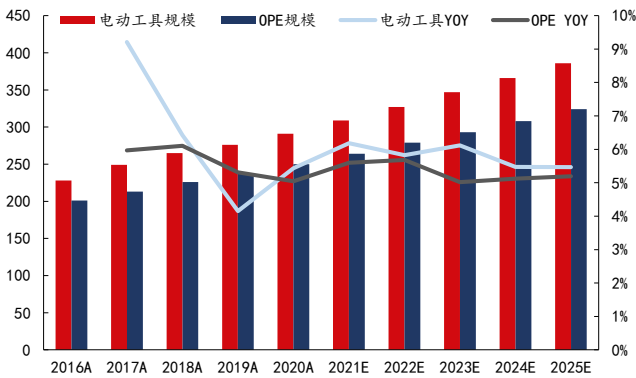
图表2：电动工具与户外动力设备的代表性品类



资料来源：泉峰控股招股说明书，国联证券研究所

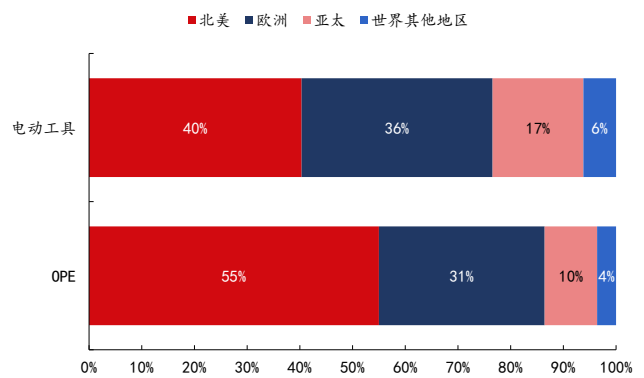
从收入结构看，A、H市场电动工具与OPE板块与美国地产关联度高，根据弗若斯特沙利文统计，2020年全球电动工具市场规模达291亿美元，OPE市场规模达250亿美元，两种产品均主要面向北美、欧洲市场进行销售，其中OPE的北美占比更高；截至2023H1，创科实业与泉峰控股两大电动工具核心标的的北美营收占比分别达到75%、66%，远高于行业，因此美国地产周期与整体板块景气关联度较高。

图表3：全球电动工具&OPE市场规模



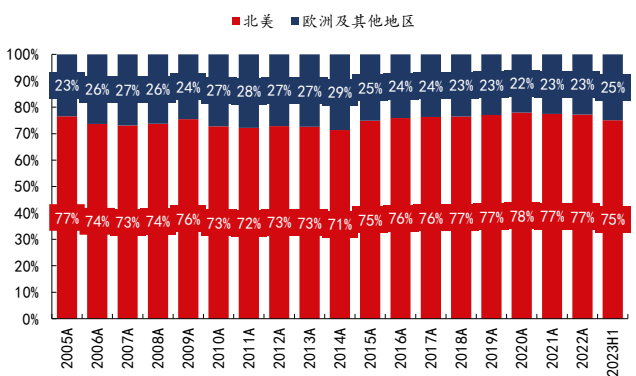
资料来源：泉峰控股招股说明书，弗若斯特沙利文，国联证券研究所

图表4：2020年全球电力工具&OPE分地区规模



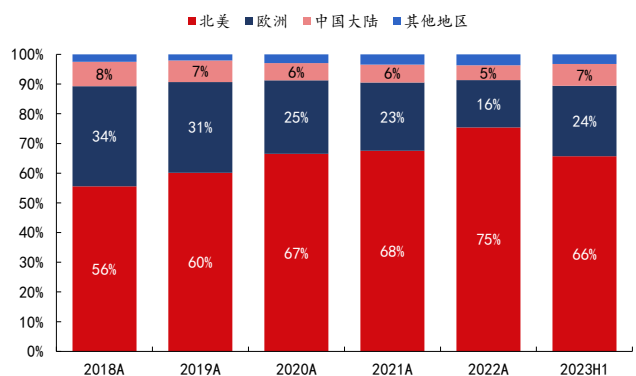
资料来源：泉峰控股招股说明书，弗若斯特沙利文，国联证券研究所

图表5：创科实业营收分地区



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表6：泉峰控股营收分地区

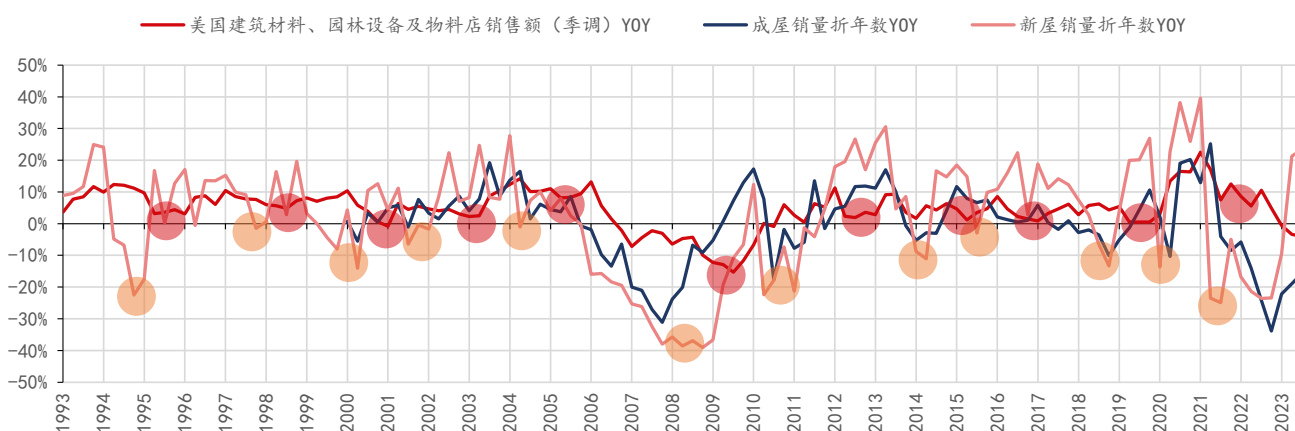


资料来源：公司公告，国联证券研究所

拟合历史数据与龙头营收增速，需求有望复苏

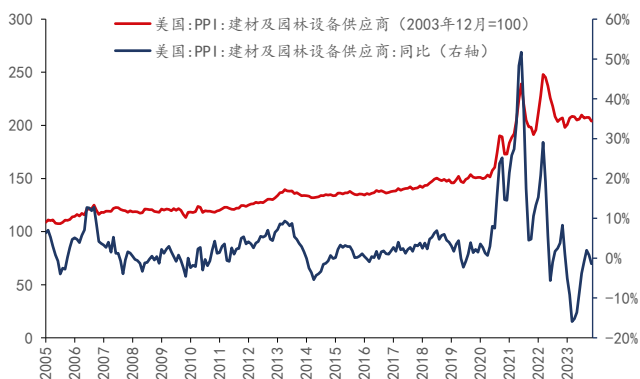
从历史数据拟合看，美国地产增速拐点与建材&OPE 渠道零售额增速拐点匹配度高，并存在一定领先性，无论在 2008 年金融危机，或是在 90 年代、2010 年代等相对平稳发展的周期当中，地产景气的拐点总体领先于渠道销售额增速大约 1 年左右；2020 年疫情期间两者的滞后性减弱、同步性提升，一方面是由于美国当时的消费刺激政策对于电动工具行业景气度有所拉动，另一方面输入性通胀也导致零售额维持较高增速，商务部普查局数据与劳氏的微观数据均表明，若从量的维度衡量，渠道零售压力更为显著。

图表7：美国建材、园林设备及物料店零售额增速与美国地产景气明显匹配



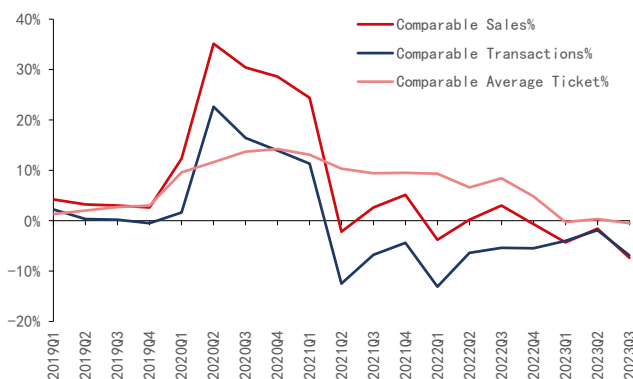
资料来源：美国商务部普查局，全美地产经纪商协会，国联证券研究所

图表8：建材&OPE 零售商 PPI 反应价格波动剧烈



资料来源：美国劳工部，国联证券研究所

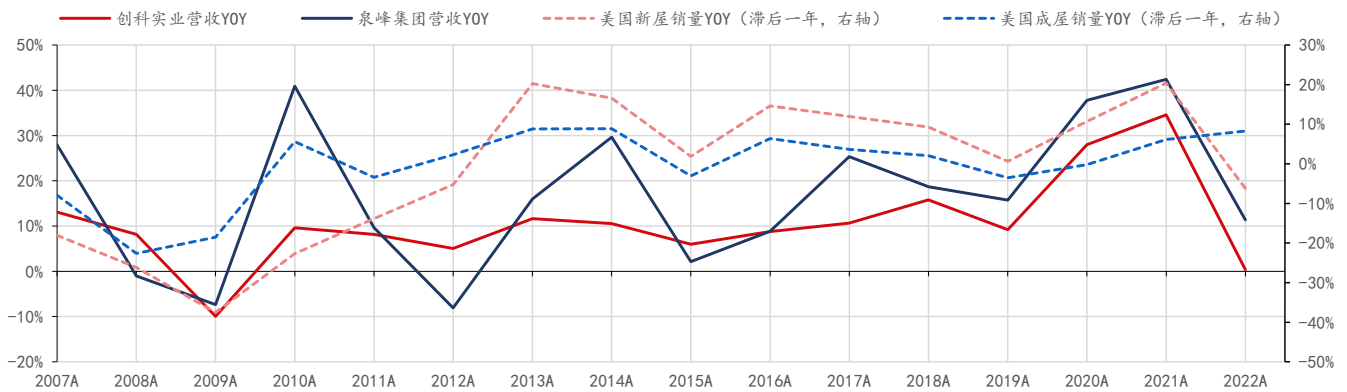
图表9：劳氏美国可比销售增长主要由价格贡献



资料来源：劳氏公告，国联证券研究所

从代表性企业来看，创科与泉峰的营收增速与美国地产景气拟合度也较高，营收底部向上弹性显著，创科的电动工具占比预计历来高于泉峰，而泉峰则是在 2017 年以来高电压锂电 OPE 品牌 EGO 放量之后，OPE 营收占比才逐步提升，因此早期的营收中电动工具的占比也有 70%甚至更高，此外由于泉峰早年体量较小，因此波动幅度较创科也更大；考虑到周期上行阶段产能利用率或有所修复，预计历史上带来的业绩弹性或更为可观。

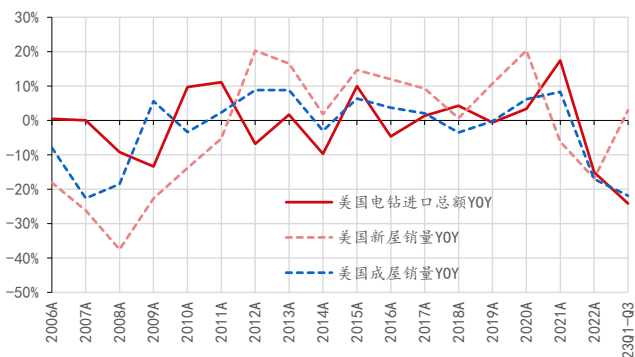
图表10：创科实业、泉峰集团的营收增速与美国地产景气有明确对应



资料来源：创科实业公司公告，泉峰集团交流材料，美国商务部普查局，全美房地产经纪商协会，国联证券研究所

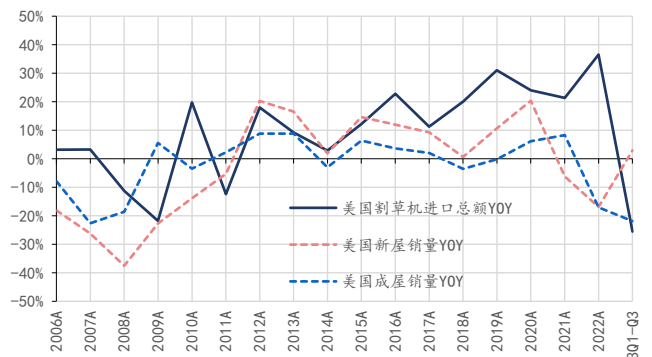
为了进一步分析电动工具/OPE 与地产的关联度，且考虑到数据的可得性，我们选取美国从全球进口的月度数据进行匹配，考虑到部分产品实际应用中或有交叉，此处以电钻作为电动工具的代表，以割草机作为 OPE 的代表进行拟合，总体看，电钻进口金额同比增速拐点与地产拐点的对应度高于割草机，也可间接说明地产周期性方面，电动工具>OPE；后续若美国地产数据回暖，电动工具与 OPE 需求也将迎来改善，值得关注。

图表11：美国电钻进口金额增速与地产景气相匹配



资料来源：TradeMap，美国商务部普查局，全美房地产经纪商协会，国联证券研究所

图表12：美国割草机进口金额增速与地产景气较匹配



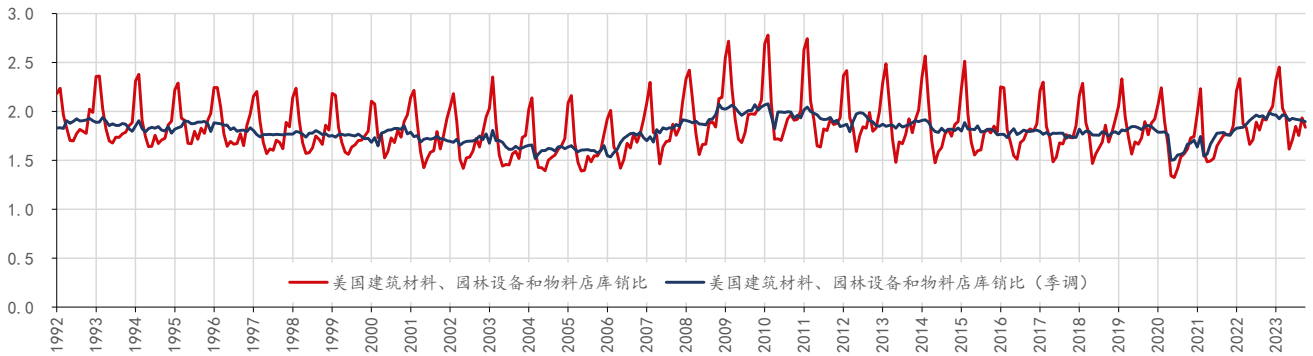
资料来源：TradeMap，美国商务部普查局，全美房地产经纪商协会，国联证券研究所

库存周期：电动工具领先去化，OPE 有望改善

疫情导致库存周期大幅波动，当前逐步回归中枢

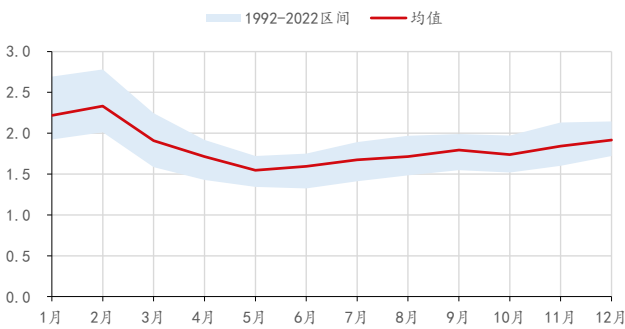
除去需求端电动工具与 OPE 受到地产扰动外，在过去几年，渠道与厂商库存周期性也有所放大，美国商务部普查局数据显示，2020 年疫情后，由于全球物流不畅，建筑材料与园林设备渠道端极端补库情况发生，同时也导致供应商被动库存高企，且在 2022 年达到顶峰，随后随着疫情全球放开，产业库存逐渐下行，目前仍处于向历史中枢回归的过程之中。

图表13: 建材&OPE 零售商库销比



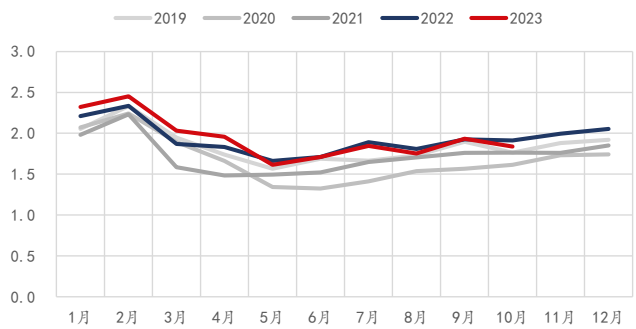
资料来源: 美国商务部普查局, 国联证券研究所

图表14: 1-2月一般为零售商库销比高峰(未季调)



资料来源: 美国商务部普查局, 国联证券研究所

图表15: 2023H1 建材&OPE 渠道累库, H2 向均值回归

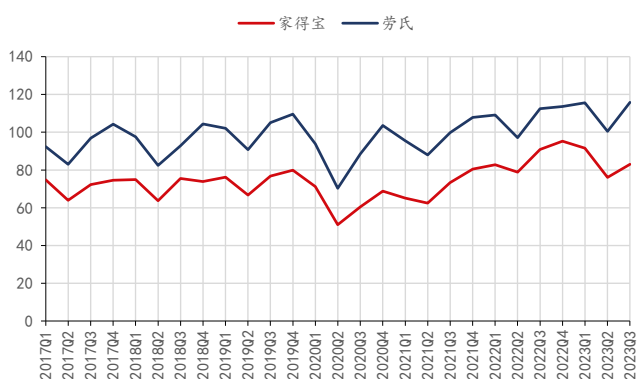


资料来源: 美国商务部普查局, 国联证券研究所

电动工具领先去化, OPE 或已渡过顶点

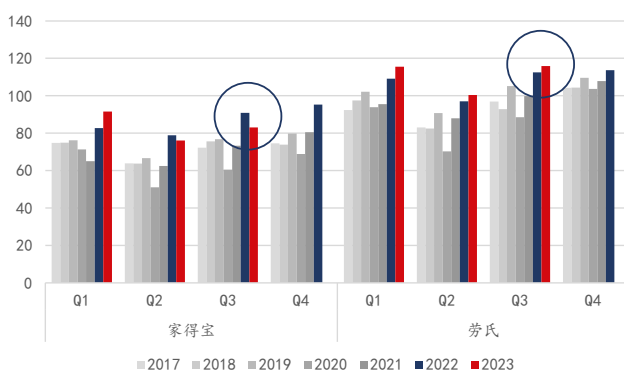
通常零售商年内库存高点发生在 1-2 月份, 美国两大建材零售商家得宝与劳氏的财报季滞后于自然季度 1 个月左右时间, 因此两家公司的 Q4 末数据即可大致代表 1-2 月间渠道库存情况, 从两家公司的库存周转天数波动情况看, 家得宝去库节奏快于劳氏, 但劳氏预计也渡过了 2023 年库存高点, 2024 年库存周转天数或减少; 电动工具行业渠道绑定特点突出, 创科实业第一大客户占比近半, 泉峰控股第一大客户占比 32%, 因此两大建材零售商的库存计划与进度与上游生产企业的库存情况相关, 创科实业的库存周转天数已于 2022 年底见顶后回落, 而泉峰控股的库存周转天数仍在高位, 我们认为后续也有望迎来好转。

图表16: 家得宝&劳氏库存周转天数



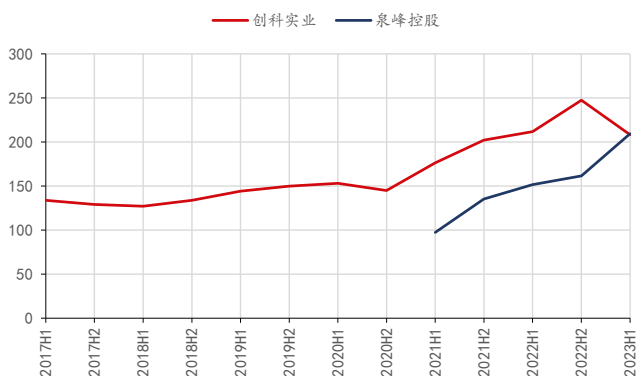
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表17: 家得宝库存周转天数已先于劳氏下滑



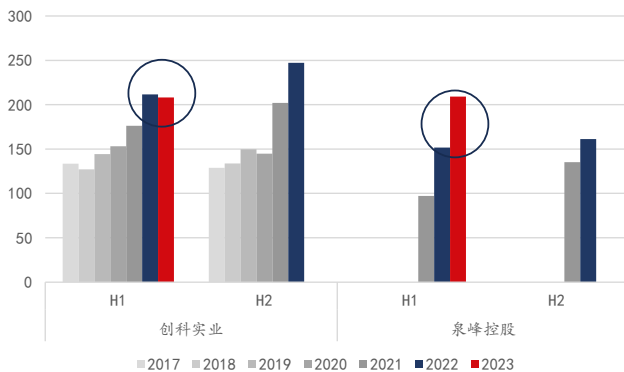
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表18: 创科&泉峰库存周转天数



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表19: 创科库存周转天数已先于泉峰下行

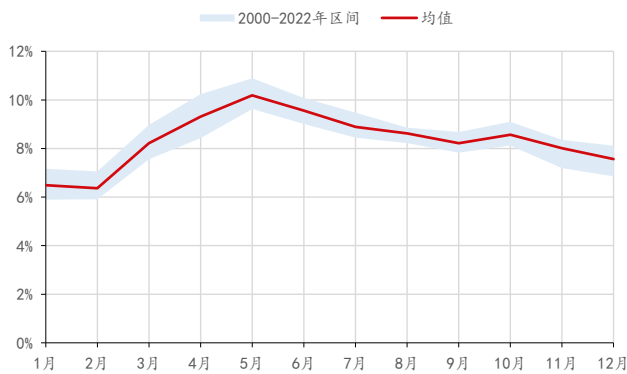


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

利用商务部普查局数据的季度性, 我们尝试进一步拆解其中分品类库销比的情况。纯建材零售商与纯园林工具零售商在一年之类的季节性有明显不同, 由于植被生长的旺季是在春、夏, 因此园林工具零售商全年的收入季节性较为明显, 进一步回溯至进出口端数据, 仍然选取比较具有代表性的电钻和割草机, 其中电钻的季节性不明显, 割草机的中国对美出口旺季集中于上年 Q4 至当年 Q1, 这与 A 股上市公司的报表相匹配, 从疫情之前的季度收入看, 主营割草机的大叶股份收入集中在 Q4 与 Q1, 而主营电动工具的开创电气收入相对集中在 H2, 预计其偏弱的季节性主要来自于下半年北美大促的需求。

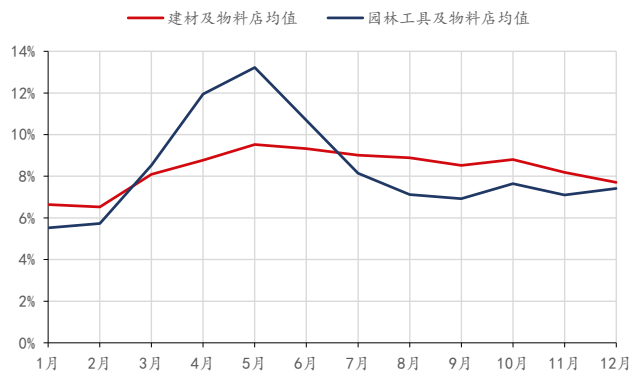
从零售端与进口端的季节性数据看, 美国零售商为满足旺季需求, 提前进行铺货、上样, 因此中国企业园林工具的出货旺季领先于美国零售旺季一个季度左右, 同时电动工具的季节性不明显; 在此背景下, 1-2 月之交的北美零售商周转天数以及上半年美国全行业的月度库销比数据或可较好反应园林工具的库存情况。

图表20: 美国建材&OPE 零售额的季节性



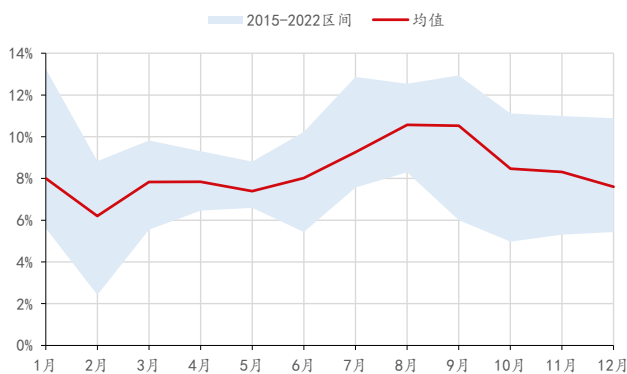
资料来源: 美国商务部普查局, 国联证券研究所

图表21: 美国建材、园林工具渠道零售额的季节性



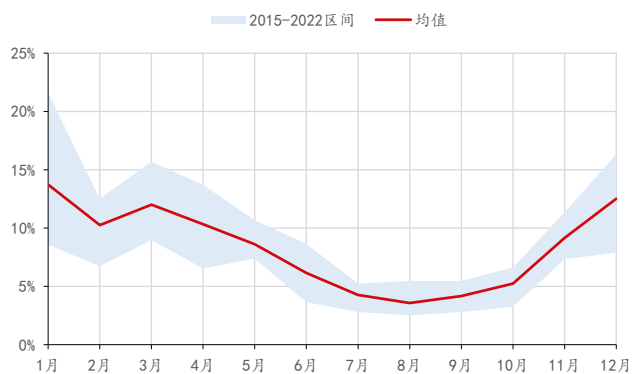
资料来源: 美国商务部普查局, 国联证券研究所

图表22: 中国向美国出口电钻量的季节性



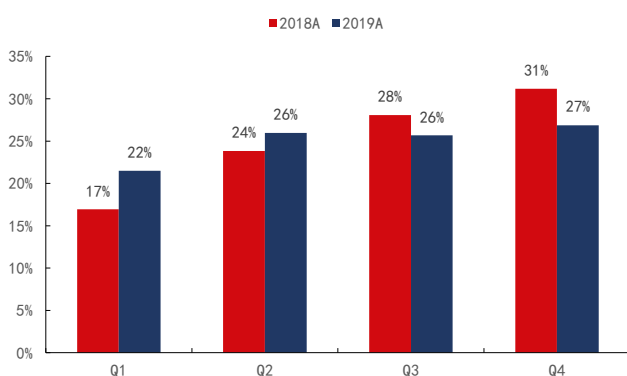
资料来源: 海关总署, 国联证券研究所

图表23: 中国向美国出口割草机量的季节性



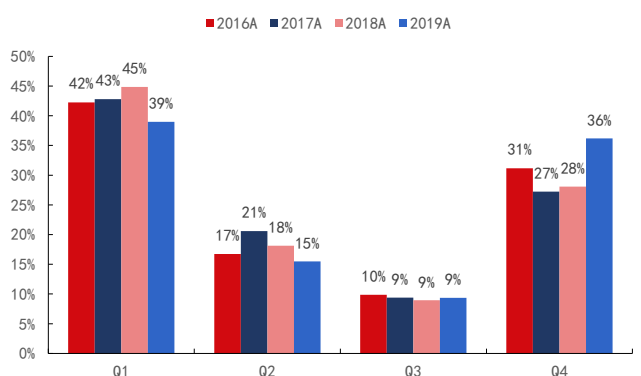
资料来源: 海关总署, 国联证券研究所

图表24: 开创电气的主营收入季节性



资料来源: 开创电气招股说明书, 国联证券研究所

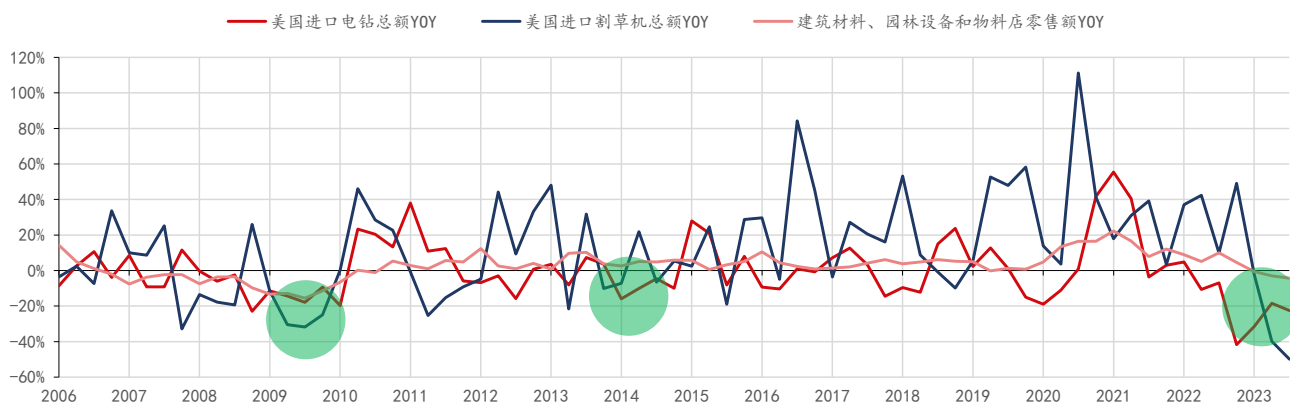
图表25: 大叶股份的主营收入季节性



资料来源: 大叶股份招股说明书, 国联证券研究所

最后, 结合电钻、割草机进口额以及建材&OPE 零售额增速来看: 第一, 电钻、割草机进口额波动性>建材&OPE 零售额; 第二, 电钻进口额 2022 年正式进入负增长区间, 当前已负增长接近两年, 或也能侧面说明其所代表的电动工具行业库存去化力度较好、或逐渐进入右侧; 第三, 割草机进口额从 2023 年进入负增长区间, 但下跌幅度较大, 或也说明仍处于库存大幅去化过程中。

图表26：美国电钻、割草机进口金额增速已显著慢于建材&OPE 渠道零售额增速



资料来源：Trade Map，美国商务部普查局，国联证券研究所

投资建议：建议关注电动工具龙头与 OPE 领跑企业

总结来看，我们认为降息预期渐强背景下，美国地产景气转好预期渐起，基于对产业链公司历史财务数据复盘，地产周期见底后电动工具与 OPE 龙头营收向上弹性显著，而产能利用率修复带来的业绩弹性或更可观；在库存周期方面，家得宝去库节奏快于劳氏，我们预计劳氏也已渡过库存高点，且代表性品类电钻&割草机进口额已经同比下滑，行业整体去库节奏较好；综上，电动工具&OPE 行业龙头有望先后受益，迎来新一轮复苏。维持行业“强于大市”评级，建议关注电动工具龙头创科实业、OPE 领跑企业泉峰控股与格力博。

风险提示

1、国内需求不及预期。我们预计接下来几个季度国内需求至少能够维持在 2023Q3 的水平，暂不做高景气预期，这一预测的重要前提条件是地产需求未再进一步大幅下滑，住宅销售至少能够保持在弱平稳区间，如上述假设受政策或宏观经济恢复节奏扰动，最终未能达成，存在国内需求不及预期的风险。

2、海外需求不及预期。家电主要公司均有一定或较高比例的海外收入；目前，北美受联储持续加息影响，需求有进一步走弱的可能，需要持续跟踪；同时，欧洲地缘政治影响仍在持续，后续需要关注其对欧洲市场需求的边际影响；当前预测建立在欧美后续需求至少维持在 2023 年下半年的水平，若进一步下滑，则有海外需求低预期的风险。

3、原材料价格大幅上涨。原材料占主要家电公司营业成本的比例在 80%以上，以钢、铜、塑等为主，目前盈利预测建立在原材料价格总体平稳，至多能够容忍部分材料出现个位数同比涨幅，若超过这一水平，盈利能力可能会有不达预期甚至是下行的风险。

4、汇率大幅波动。2023 前三季度汇率贬值利好外销型公司出口竞争力及外币定

价业务毛利率提升，家电公司外销业务普遍提速；Q4 以来汇率呈现高位企稳态势，但考虑 2022Q4 汇率整体处于相对高位，若后续海外经济放缓、中美利差收敛超预期演化，存在汇率升值压制出口的风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼