



# 欧圣电气 (301187.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

## 细分工具类出口优质供应商, 多产品发力突破成长边界

公司以出口北美地区小型空压机与干湿两用吸尘器为主业, 23H1 两项产品收入分别占比 30%、58%, 同时拓展工业风扇、洗地机、护理机器人等新品类。公司主要采用品牌授权、ODM、OBM、OEM 等模式开展业务, 下游客户多为国外知名动力工具品牌或知名连锁商超, 合作关系稳定。

### 投资逻辑

**公司渠道及制造壁垒深厚。**①北美家装零售商话语权强, 公司通过 ODM 模式与北美主要零售商深度合作, 形成较高的渠道壁垒。22 年公司前三大客户为美国著名家装零售商 Lowe's、Costco 和 The Home Depot, 收入贡献占比为 29%、13%、12%。②通过获取品牌授权, 提高其产品在各渠道的市场份额。公司取得了 Stanley Black&Decker (1H21 收入贡献达 45.5%) 以及 Briggs & Stratton 等工具企业旗下知名品牌授权, 其中来自中高端 Dewalt 品牌授权收入占比逐年提高。③制造优势方面, 公司实现多项技术突破, 创新驱动中高端产品的占比持续增长; 核心零部件自制率达 75%; 马来西亚工厂(预计 24 年下半年投产)利于规避中美贸易摩擦风险。

**为什么我们判断公司 24 年收入增长有望提速?**①美国库存周期+地产周期共振, 24 年主业收入有望恢复增长。24 年美国工具及家电类渠道、品牌商有望进入补库阶段, 带动公司小型空压机、吸尘器收入恢复(参考苏泊尔外销恢复节奏, 其 1H23 外销同比-12.9%, 2H23 外销同比+58.2%)。②新品类贡献。23 年公司拓展园林工具、洗地机等新品类, 24 年有望增加业绩。③护理机器人业务收入加速增长。护理机器人行业需求端主因老龄化+机器代人+人性化需求推动行业长期成长, 我们预测未来有望达百亿市场规模。公司护理机器人产品已迭代至可量产水平, 叠加 2022 年后国内护理院、养老院等渠道放开, 国内医院及海外客户拓展, 我们预计公司护理机器人业务 24 年有望实现加速发展。

### 盈利预测、估值和评级

预计 2023-2025 年公司实现营业收入 13.8/18.8/24.2 亿元, 同比 +7.4%/+36.0%/+29.0%, 归母净利润为 1.9/2.5/3.4 亿元, 同比 +18.6%/+30.4%/+35.7%, EPS 为 1.0/1.4/1.9 元, 对应 PE 为 18.8/14.4/10.6x, 考虑公司渠道与制造优势明显, 24 年新品类放量下主业收入恢复弹性大, 护理机器人新业务有望加速成长, 给予 24 年 20x PE, 目标价 27.31 元, 给予“买入”评级。

### 风险提示

汇率波动风险, 主业恢复、新业务增长不及预期。

家电组

分析师: 鲍秋宇 (执业 S1130524010002)

baoqiuyu@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 19.67 元

目标价 (人民币): 27.31 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,315	1,284	1,379	1,875	2,418
营业收入增长率	32.61%	-2.34%	7.41%	35.97%	28.95%
归母净利润(百万元)	116	161	191	249	338
归母净利润增长率	-15.41%	39.10%	18.57%	30.38%	35.73%
摊薄每股收益(元)	0.847	0.883	1.047	1.365	1.853
每股经营性现金流净额	0.78	0.78	1.19	1.98	2.35
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.70%	11.12%	12.68%	15.51%	19.42%
P/E	0.00	19.16	18.78	14.41	10.61
P/B	0.00	2.13	2.38	2.23	2.06

来源: 公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、欧圣电气：出口北美小型空压机&干湿两用吸尘器，渠道及制造壁垒深厚.....	4
1.1、业务介绍：以出口北美小型空压机、干湿两用吸尘器为主业，近年加快新品类拓展.....	4
1.2、长期绑定北美头部家装零售商及品牌商，渠道壁垒深厚.....	6
1.3、深化制造能力，产品结构持续升级.....	9
1.4、财务分析：毛利率&净利率水平高于普通代工.....	10
二、为何我们判断 24 年公司收入增长有望提速？美国下游补库带动主业订单恢复+新品类拓展+新业务快速增长.....	13
2.1、美国库存周期+地产周期共振，下游补库周期下公司 24 年主业收入有望得到恢复.....	13
2.2、研发实力强劲，洗地机、园林设备等新品类开拓，24 年主业增长更具弹性.....	17
2.3、护理机器人业务 24 年或进入快速增长阶段.....	17
三、盈利预测与投资建议.....	19
3.1、盈利预测.....	19
3.2、投资建议及估值.....	21
四、风险提示.....	22

## 图表目录

图表 1： 公司分产品介绍.....	4
图表 2： 公司分产品收入及增速情况.....	4
图表 3： 公司分销售模式收入占比.....	5
图表 4： 公司分销售模式收入及增速情况.....	5
图表 5： 公司品牌授权及 OBM 销售模式毛利率较高.....	5
图表 6： 公司干湿两用吸尘器毛利率高于工业风扇及空压机.....	5
图表 7： 公司中高端产品毛利率较高，占比不断提升.....	6
图表 8： 2023 年美国家装零售市场竞争格局.....	6
图表 9： 公司前五大客户占比变动.....	6
图表 10： 公司按模式分前五大客户情况.....	7
图表 11： 2021 年全球五金工具行业市场竞争格局，史丹利百得占比 23.3%.....	7
图表 12： 公司各授权品牌贡献收入占比，Dewalt 占比提升明显.....	8
图表 13： 公司各授权品牌商标使用权费用（百万元）.....	8
图表 14： 公司主要客户合作及采购情况.....	9
图表 15： 公司分产品产量及产销率.....	10
图表 16： 公司电机自产及外购量占比.....	10



图表 17: 可比公司营收规模对比 (亿元)	10
图表 18: 可比公司营收增速对比	11
图表 19: 可比公司归母净利润增速对比	11
图表 20: 公司毛利率处于行业较高水平	11
图表 21: 公司销售费用率处于行业较高水平	11
图表 22: 公司管理费用率保持稳定	11
图表 23: 公司研发费用率保保持稳定	11
图表 24: 公司净利率呈上升趋势	12
图表 25: 公司存货周转天数处于行业平均水平 (天)	12
图表 26: 公司应收账款周转天数处于行业较低水平 (天)	12
图表 27: 公司应付账款周转天数呈上升趋势, 并高于行业平均水平 (天)	13
图表 28: 公司净现比、收现比维持健康水平	13
图表 29: 美国家具、家用装饰、电子和家用电器店零售库存 (亿美元)	13
图表 30: 美国主要零售商期末存货额 (亿美元)	13
图表 31: 家电品类出口金额自 23M3 以来恢复趋势明显	14
图表 32: 美国家电零售额有待恢复	14
图表 33: 美国建筑材料、园林设备等零售额有待恢复	14
图表 34: 美国成屋销售套数降幅环比收窄	15
图表 35: 美国新房销售套数环比回升	15
图表 36: 22Q3 以来钢、铜、塑料价格压力缓解	15
图表 37: 2023 年初海运费回落	15
图表 38: 人民币贬值利好出口企业毛利率及汇兑收益	16
图表 39: 中美 PPI-CPI 剪刀差维持高位, 出口企业利润空间凸显	16
图表 40: 中国出口空压机销量及销额	16
图表 41: 中国出口吸尘器销量及销额	16
图表 42: 公司生产的 The Black+ Decker Wet Dry Vac 被美国《Better Homes and Gardens》杂志评为“2024 年最佳真空吸尘器”。	17
图表 43: 伊利诺护理机器人工作原理视图	18
图表 44: 护理机器人应用场景	18
图表 45: 护理机器人市场规模敏感度测算 (单台机器价值量为零售价)	19
图表 46: 公司护理机器人研发系列情况	19
图表 47: 公司服务机器人金额及销量情况	19
图表 48: 公司收入拆分	21
图表 49: 可比公司估值法 (市盈率法)	22



## 一、欧圣电气：出口北美小型空压机&干湿两用吸尘器，渠道及制造壁垒深厚

公司主要从事空气动力设备和清洁设备的研发、生产和销售，2009年由美国欧圣工业集团投资成立，2012年于苏州工厂建成并投产。凭借较强研发创新能力以及长期技术储备，公司已获“国家高新技术企业”，同时积累了稳定的客户渠道和资源，取得史丹利百得、百力通等多个国际知名动力工具企业的品牌授权，与家得宝、劳氏、沃尔玛等知名零售商建立了稳定合作关系，目前已成为北美多数零售商小型空压机和干湿两用吸尘器产品的主要供应商之一。2022年4月22日，公司于深圳证券交易所创业板上市。

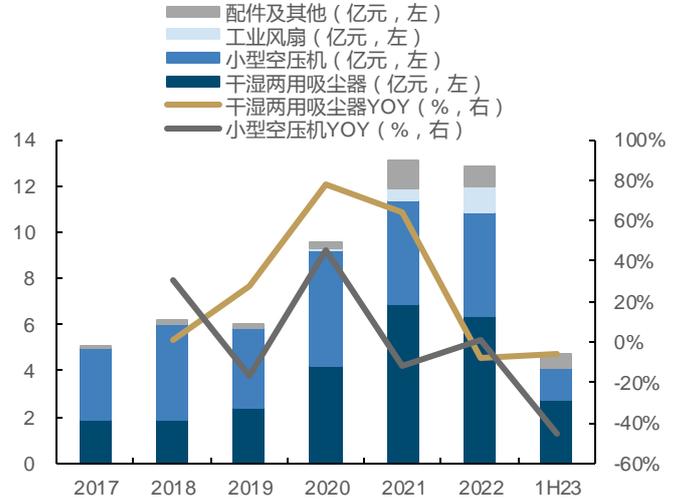
### 1.1、业务介绍：以出口北美小型空压机、干湿两用吸尘器为主业，近年加快新品类拓展

分产品和地区来看，2022年公司出口收入占比99.2%，主要于北美地区销售（1H21美国占比86%、加拿大占比10%）。公司主要出口空压机、干湿两用吸尘器两大产品，1H23小型空压机、干湿两用吸尘器收入占比分别达30.1%、57.9%，近年来小型空压机收入占比逐渐下滑，干湿两用吸尘器收入占比逐渐提升。此外公司不断拓展产品品类，2021年新开发工业风扇产品，2022年工业风扇收入占比达9.2%；护理机器人人为自有品牌，目前体量较小，销售区域以国内为主，未来有望逐步打开海外空间。

图表1：公司分产品介绍

主要产品	图例	应用领域	营收占比 (1H23)
小型空压机	家用 (150+型号) 	家庭装修装饰、汽车维修等	30.1%
	商用 (80+型号) 	建筑、装饰、汽车维修、小型制造加工等	
干湿两用吸尘器	家用 (200+型号) 	家庭室内室外清洁、车内清洁等	57.9%
	商用 (50+型号) 	汽车维修店、酒店、超市等工作场所清洁	
工业风扇		车库、地下室、车间、仓库等场所通风	
护理机器人		自动检测、处理卧床病人的排泄物并记录	

图表2：公司分产品收入及增速情况



来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，公司年报，公司公告，国金证券研究所；注：1H23未披露工业风扇收入数据

公司销售模式多样，以ODM、品牌授权模式为主。2022年公司ODM和品牌授权模式营收占比分别为44.1%、48.4%，其他模式如OEM、OBM占比分别为3.1%、4.4%。公司小型空压机产品主要以ODM模式销售（占比90%+），干湿两用吸尘器主要以品牌授权模式销售（占比近80%）。ODM模式下，公司需根据客户的产品概念独立进行产品设计和详图设计，并根据ODM客户订单进行生产和销售。在品牌授权模式下，公司与品牌授权商签署商标使用权协议，由公司主导产品开发设计，并在协议范围内自行选择渠道进行销售，向品牌授权方支付商标许可使用费。

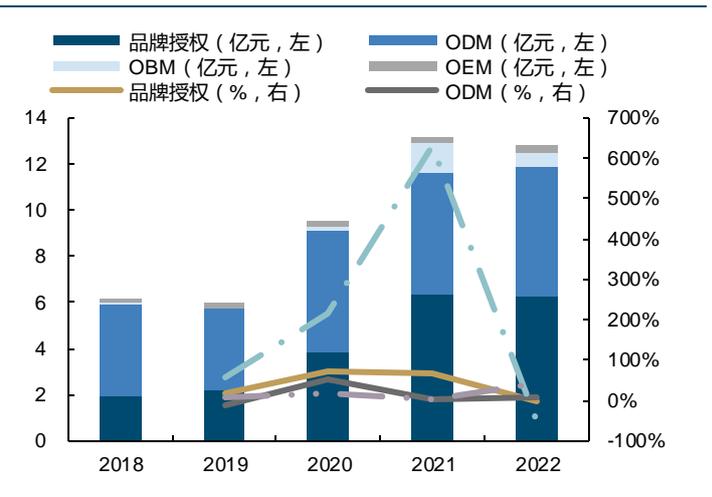


图表3: 公司分销售模式收入占比

产品名称	主要业务模式 (1H21)					
	ODM		品牌授权		OEM	OBM
小型空压机	占比91.4%		占比5.0%		合计占比3.6%	
	客户	代工品牌	品牌授权方	授权品牌	客户	自主品牌
	Walmart	Hyper Tough	Stanley Black & Decker	Dewalt	-	Stealth, ALTON
	Lowe's	Kobalt	Briggs & Stratton	Craftsman		
	Canadian Tire	Mastercraft		Quiet Power Technology		
	Menards	Masterforce				
The Home Depot	Husky	ToolShop				
干湿两用吸尘器	占比14.1%		占比77.4%		合计占比8.5%	
	客户	代工品牌	品牌授权方	授权品牌	客户	自主品牌
	Walmart	Hyper Tough	Stanley Black & Decker	Dewalt	Stanley Black & Decker	Stealth, ALTON
	The Home Depot	Husky		Craftsman		
	Harbor Freight Tools	Anvil		Porter Cable		
		Bauer		Stanley, Stanley Fatmax		
工业风扇 清洁设备延伸产品, 已取得了 Stanley、Dewalt 品牌授权并与 Costco、The Home Depot 等客户达成合作意愿						
护理机器人 公司子公司苏州伊利诺护理机器人有限公司主要负责护理机器人的销售, 客户较为分散, 包括医药、社区养老机构、健康管理类企业、个人						

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表4: 公司分销售模式收入及增速情况

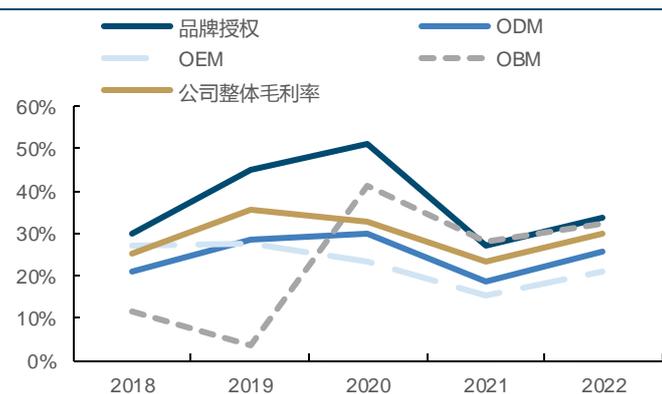


来源: 公司招股说明书, 公司年报, 国金证券研究所

公司产品毛利率水平受汇率、原材料、产品结构变化、销售模式结构变化的影响。

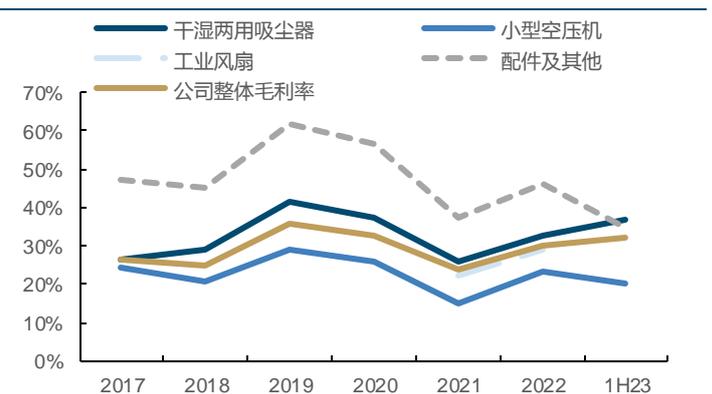
- 分销售模式毛利率来看, 品牌授权模式>OBM>ODM>OEM, 公司通过支付品牌授权费方式获得了 Stanley、Dewalt 等品牌授权, 在品牌授权模式下, 公司能够获取更高的品牌溢价。
- 分品类毛利率来看, 小型空压机毛利率低于干湿两用吸尘器。主因公司干湿两用吸尘器近 80% 为品牌授权模式, 小型空压机 90% 以上为代工模式, 代工模式毛利率低于品牌授权。若在同一业务模式下比较, 总体来看干湿两用吸尘器毛利率仍高于小型空压机。
- 分结构毛利率来看, 高端产品>中端产品>低端产品, 体现了高端产品良好的设计及高端品牌的溢价情况。公司产品逐渐向高端倾斜, 吸尘器品类逐渐从 Stanley/PorterCable 中端品牌小加仑(小体积)往 Dewalt 高端品牌大加仑(大体积)调整, 高附加值的 Dewalt 品牌干湿两用吸尘器产品销售占比呈快速增长态势, 公司毛利率增长较快。2020 年度公司中端产品毛利率上升较快, 主要原因为 2020 年公司通过网络平台销售中端品牌产品的占比上升, 而网络平台模式下毛利率相对较高所致。

图表5: 公司品牌授权及 OBM 销售模式毛利率较高



来源: 公司招股说明书, 公司年报, 国金证券研究所

图表6: 公司干湿两用吸尘器毛利率高于工业风扇及空压机



来源: 公司招股说明书, 公司年报, 公司公告, 国金证券研究所



图表7: 公司中高端产品毛利率较高, 占比不断提升

	单位:百万元	2017	2018	2019	2020	1H21		单位:百万元	2017	2018	2019	2020	1H21
干湿两用吸尘器	高端收入	4.0	31.8	92.3	318.4	208.3	小型空压机	高端收入	160.4	149.2	114.5	193.3	130.8
	毛利率		36.5%	50.0%	46.1%	37.2%		毛利率		21.0%	29.1%	33.3%	24.3%
	%占比吸尘器	2.2%	17.1%	38.9%	75.7%	65.5%		%占比空压机	50.4%	35.9%	33.1%	38.4%	51.5%
	中端收入	177.9	131.1	122.8	101.6	109.1		中端收入	129.0	240.8	208.1	281.4	104.3
	毛利率		28.2%	37.5%	50.5%	40.9%		毛利率		20.8%	28.7%	27.4%	22.9%
	%占比吸尘器	96.2%	70.5%	51.8%	24.1%	34.3%		%占比空压机	40.6%	58.0%	60.2%	55.9%	41.1%
	低端收入	3.0	23.2	22.1	0.8	0.6		低端收入	28.6	25.0	23.1	29.0	18.8
	毛利率		24.9%	28.8%	18.9%	22.2%		毛利率		17.8%	28.0%	24.7%	10.8%
%占比吸尘器	1.6%	12.4%	9.3%	0.2%	0.2%	%占比空压机	9.0%	6.0%	6.7%	5.8%	7.4%		

来源: wind, 国金证券研究所

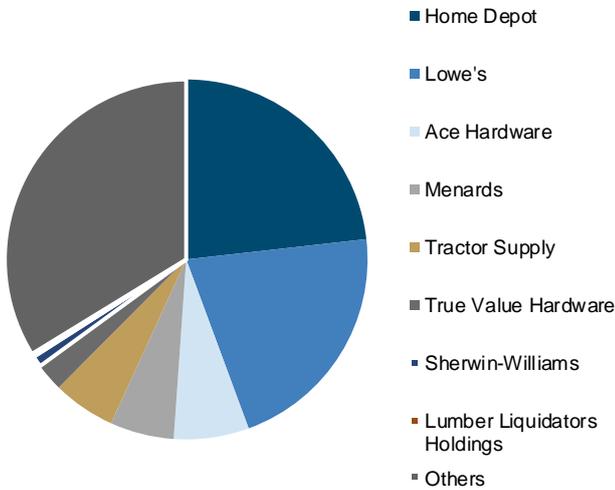
### 1.2、长期绑定北美头部家装零售商及品牌商, 渠道壁垒深厚

美国家装零售市场以线下为主要消费渠道, 家装零售商 Home Depot 和 Lowe's 双寡头格局稳固。2023 年美国家装零售市场 Home Depot、Lowe's 份额分别为 23.2%、21.2%, 家装零售商门槛高话语权强, 因此绑定头部家装零售商也是供应商受认可的标志。

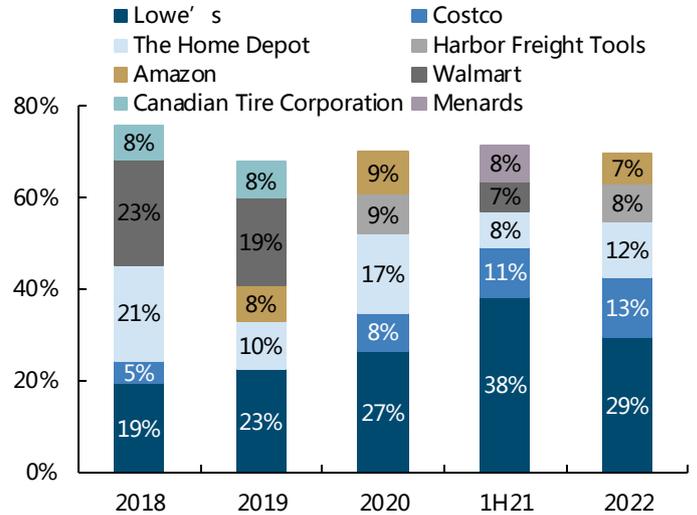
公司通过 ODM 与北美主要零售商深度合作, 形成较高的渠道壁垒。公司 ODM 客户主要是北美知名零售商, 包括 Walmart、The Home Depot、Lowe's、Menards、Harbor Freight Tools 和 Canadian Tire Corporation, 他们多数同时拥有自有品牌和终端销售渠道, 例如 The Home Depot 拥有 Husky 等品牌, Lowe's 拥有 Kobalt 等品牌, Harbor Freight Tools 拥有 Bauer 等品牌, Menards 拥有 Masterforce 等品牌。公司通过为这些零售商的自有品牌以 ODM 模式代工, 成功进入境外连锁超市, 并在长期经营中与北美知名零售商建立了稳固良好的合作关系, 形成了一定的渠道壁垒。

公司前五大客户收入占比约 70%, 2022 年公司前三大客户分别是美国著名建材零售商 Lowe's、Costco、The Home Depot, 其收入贡献占比分别为 29%、13%、12%。

图表8: 2023 年美国家装零售市场竞争格局



图表9: 公司前五大客户占比变动



来源: Euromonitor, 国金证券研究所; 注: 统计分类名称为 Home Improvement

来源: 公司招股说明书, 公司年报, 国金证券研究所

and Gardening Stores



图表10: 公司按模式分前五大客户情况

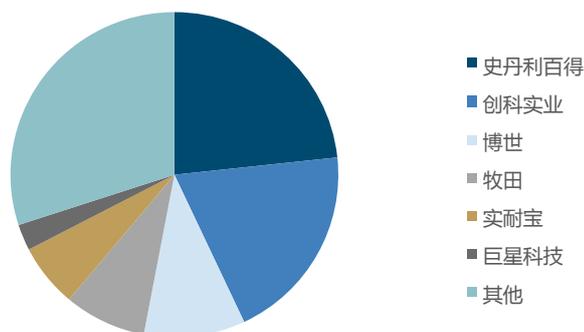
按模式拆分	2021H1			2020A			2019A			2018A		
	客户名称	金额 (百万元)	占比	客户名称	金额 (百万元)	占比	客户名称	金额 (百万元)	占比	客户名称	金额 (百万元)	占比
ODM	Lowe's (吸尘器、空压机)	146.1	21.6%	The Home Depot	164.4	17.3%	Lowe's	116.6	19.5%	The Home Depot	131.0	21.2%
	The Home Depot (吸尘器、空压机)	51.7	7.6%	Lowe's	149.3	15.7%	The Home Depot	61.2	10.2%	Lowe's	118.8	19.2%
	Harbor Freight Tools (吸尘器、空压机)	33.2	4.9%	Harbor Freight Tools	86.0	9.0%	Canadian Tire Corporation	47.5	7.9%	Canadian Tire Corporation	47.4	7.7%
	Canadian Tire Corporation (空压机)	25.3	3.7%	Canadian Tire Corporation	54.7	5.7%	Harbor Freight Tools	43.0	7.2%	Walmart	36.5	5.9%
	Menards (空压机)	22.4	3.3%	Menards	28.7	3.0%	Walmart	34.7	5.8%	Harbor Freight Tools	23.9	3.9%
	合计	278.6	41.1%	合计	482.9	50.7%	合计	303.1	50.7%	合计	357.7	57.8%
品牌授权	Lowe's (空压机)	114.7	16.9%	Lowe's	110.2	11.6%	Walmart	81.0	13.5%	Walmart	108.5	17.5%
	Costco (吸尘器、空压机)	70.4	10.4%	Amazon	92.0	9.7%	Amazon	48.0	8.0%	Costco	31.7	5.1%
	Amazon (吸尘器、空压机)	28.3	4.2%	Costco	82.4	8.7%	Costco	29.2	4.9%	Amazon	19.0	3.1%
	Menards (吸尘器、空压机)	21.5	3.2%	Walmart	28.9	3.0%	Lowe's	20.7	3.5%	Lowe's	3.3	0.5%
	Walmart (吸尘器、空压机)	11.9	1.8%	Ace Hardware Corporation	6.4	0.7%	Ace Hardware Corporation	6.6	1.1%	Tractor Supply Company	2.2	0.4%
	合计	246.7	36.4%	合计	319.9	33.6%	合计	185.6	31.0%	合计	164.8	26.6%
其他	Walmart (吸尘器、空压机)	18.5	2.7%	Stanley Black&Decker	27.3	2.9%	Stanley Black&Decker	23.7	4.0%	Stanley Black&Decker	21.9	3.4%
	Menards (整机配件)	9.3	1.4%	Lowe's	3.9	0.4%	Amazon	1.2	0.2%	南京凯越纸业有限公司	0.7	0.1%
	Stanley Black&Decker (吸尘器、空压机)	8.9	1.3%	Walmart	3.6	0.4%	三恩智能科技(徐州)有限公司	0.8	0.1%	苏州益生康生物科技有限公司	0.2	0.0%
	Costco (空压机)	3.6	0.5%	Amazon	1.6	0.2%	Ocean State Jobbers, Inc.	0.5	0.1%	李某兵	0.1	0.0%
	江苏新克医疗器械有限公司(电机)	2.5	0.4%	Menards	0.7	0.1%	南京凯越纸业有限公司	0.4	0.1%	Walmart	0.1	0.0%
	合计	42.8	6.3%	合计	37.2	3.9%	合计	26.6	4.4%	合计	23.0	3.7%

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

公司通过获得知名工具品牌授权增加产品销售和市场份额。美国的消费者倾向购买拥有优秀品牌声誉的商品, 加之线下门店货架有限, 因此海外的零售商对于其销售商品的品牌知名度有着严格的要求。公司通过销售知名品牌授权商授权的小型空压机或干湿两用吸尘器产品满足零售商以及终端消费者需求, 提高公司产品在海外渠道的市场份额。

在干湿两用吸尘器领域, 公司获得了 Stanley Black & Decker 旗下 Dewalt、Porter Cable、Stanley、Black & Decker 和 Craftsman 等知名品牌授权; 在小型空压机领域, 公司获得了 Craftsman、Dewalt 以及 Briggs & Stratton 旗下 QPT (Quiet Power Technology) 等知名品牌授权。公司的第一大品牌授权商 Stanley Black & Decker 是北美知名专业工具制造商和品牌商, 2021 年占全球五金工具行业市场份额约 23.3%, 2021 年上半年对公司收入贡献占比超过 45.5%, 其中来自高端品牌 Dewalt 收入占比逐年增长, 占比自 2018 年 3% 提升至 1H21 的 28.4%。此外, 商标使用权费用计入公司销售费用科目, 占销售费用比例快速提升, 主因 Dewalt 的销售占比逐年增长, 而 Dewalt 品牌作为世界知名高端工具品牌, 其品牌授权费率较其他授权品牌相对更高, 但从商标使用权费用占品牌授权收入比例来看仍保持稳定。

图表11: 2021 年全球五金工具行业市场竞争格局, 史丹利百得占比 23.3%

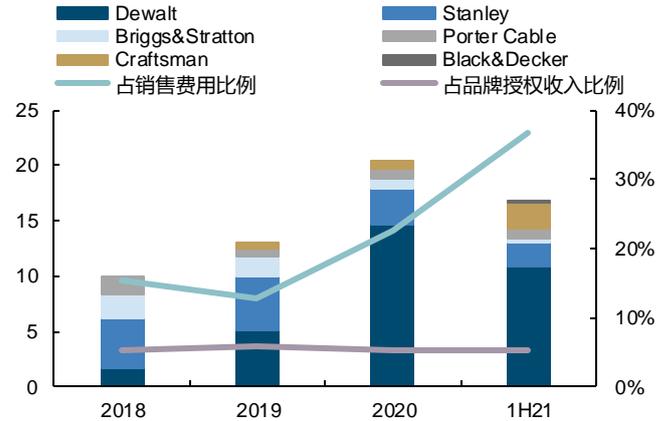
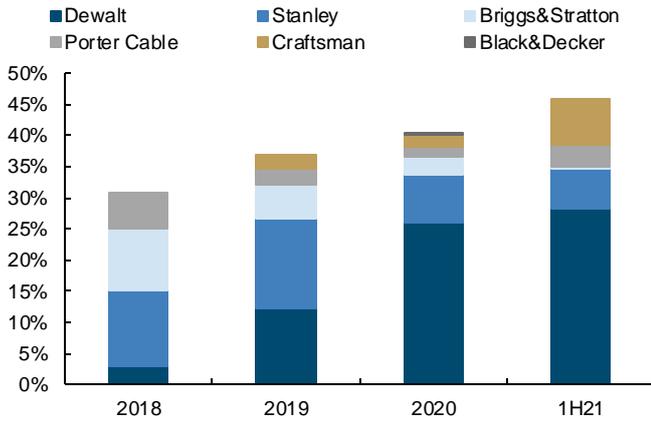


来源: 华经产业研究院, 国金证券研究所



图表12: 公司各授权品牌贡献收入占比, Dewalt 占比提升明显

图表13: 公司各授权品牌商标使用权费用 (百万元)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

公司以多种销售模式加深与大客户合作, 提升客户稳定性和粘性。1) 公司与知名客户的合作关系已持续了 10 余年, 客户关系稳定。2) 在销售模式方面也更加多样, 例如公司向第一大客户劳氏销售的产品包括公司自主品牌 STEALTH, ODM 模式与劳氏自有品牌 Kobalt 合作, 以及获得授权的 Dewalt、Porter Cable 和 Briggs & Stratton 品牌。3) 部分客户从公司购买的同类产品比例相对于其总采购规模的比例较高, 截至 2021 年上半年, 在小型空压机领域, The Home Depot 和 Harbor Freight Tools 从公司的采购占其同类产品总采购金额的 10%-30%, Canadian Tire Corporate 从公司采购的同类产品金额比例高达 80%; 在干湿两用吸尘器领域, Costco 从公司采购的同类产品金额比例达到了 90%, Harbor Freight Tools 的干湿两用吸尘器则全由公司独家供应。4) 公司在美国设立了海外仓库中心, 以便及时满足零售商等客户的分散订单需求, 同时提供当地专业售后服务直接对接终端消费者, 可以对终端用户产品使用过程中出现的问题进行及时反馈并收集市场信息, 快速满足零售商关于产品售后服务的需求, 提高了公司产品的客户黏性。



图表14: 公司主要客户合作及采购情况

客户名称	合作开始时间	客户简介	公司对客户主要销售产品类型	客户向公司采购占其自身同类产品采购金额比例	自有品牌	ODM模式合作品牌	品牌授权模式授权品牌
Walmart (沃尔玛)	2010	成立于1969年, 世界最大的连锁零售商、经营连锁折扣店和仓储式商店, 在27个国家拥有约11200家分店以及遍布10个国家的电子商务网站	小型空压机、干湿两用吸尘器	未披露	ALTON	HYPER TOUGH	DEWALT PORTER+CABLE STANLEY BRIGGS&STRATTON
Menards	2010	成立于1960年, 除The Home Depot和Lowe's之外的美国领先的家居建材用品零售商, 在美国开设约300多家门店	小型空压机	未披露		MASTERFORCE PERFORMAX TBM, STIMP	PORTER+CABLE STANLEY BRIGGS&STRATTON
Canadian Tire Corporation	2010	成立于1927年, 加拿大的一家零售企业, 主要销售汽车用品、休闲运动用品、家居产品等, 拥有超过1000家零售店、加油站、洗车店	小型空压机	小型空压机约80%		MASTERCRAFT MAXIMUM	
Costco	2010	成立于1983年, 美国最大的连锁会员制仓储量贩店, 在全球七个国家设有超过700家的分店, 其中大部分都位于美国境内, 加拿大则是其最大国外市场	小型空压机、干湿两用吸尘器	干湿两用吸尘器约90%			PORTER+CABLE DEWALT BRIGGS&STRATTON
Lowe's (劳氏)	2011	成立于1952年, 全球领先的家居建材用品零售商, 专门研究提供家居改善的产品和服务、家庭装饰、家庭维护、家庭修理及商业大厦改造和维护, 连锁商店数量达2000家	小型空压机、干湿两用吸尘器	未披露	ST-ALTH	Kobalt®	PORTER+CABLE DEWALT BRIGGS&STRATTON
The Home Depot (家得宝)	2013	成立于1978年, 全球领先的家居建材用品零售商、美国第二大零售商, 连锁商店数量达2000多家	小型空压机、干湿两用吸尘器	干湿两用吸尘器小于10% 小型空压机约30%	ALTON ST-ALTH	HUSKY Anvil	STANLEY DEWALT BRIGGS&STRATTON
Amazon (亚马逊)	2016	成立于1995年, 全球商品品种最多的网上零售商, 全球商品品种最多的网上零售商和全球第二大互联网企业	干湿两用吸尘器、小型空压机	未披露	ALTON ST-ALTH		DEWALT STANLEY
Harbor Freight Tools	2017	成立于1977年, 美国折扣工具和设备零售商, 在美国47个州开设超过1000家门店, 提供超过7000种工具和相关产品	干湿两用吸尘器、小型空压机	干湿两用吸尘器由公司独家供应; 小型空压机约10-20%		Bauer MCGRAW	

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所; 注: 统计采购金额比例数据截至1H21末

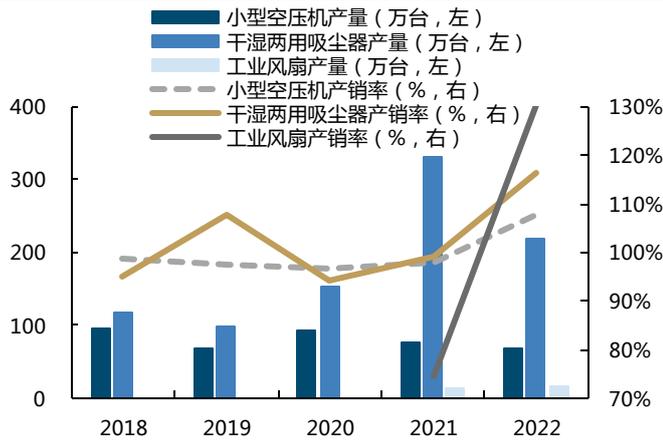
### 1.3、深化制造能力, 产品结构持续升级

公司实现多项技术突破, 创新驱动中高端产品占比持续增长。自公司成立以来, 一直专注于小型空压机和干湿两用吸尘器的技术研发, 通过十多年的研发经验奠定了公司在产品性能、品质和电机效率等方面的领先地位, 优秀产品创新能力驱动产品结构向中高端升级。在干湿两用吸尘器方面, 自2018年以来公司的产品结构逐渐从Stanley品牌的低加仑产品向高端品牌Dewalt的高加仑产品转变。2021年上半年, 公司的干湿两用吸尘器和小型空压机中高端产品销售收入的占比分别达到了99.8%和92.6%。公司产品使用在降低噪音方面有显著优势, 受到海外消费者青睐。

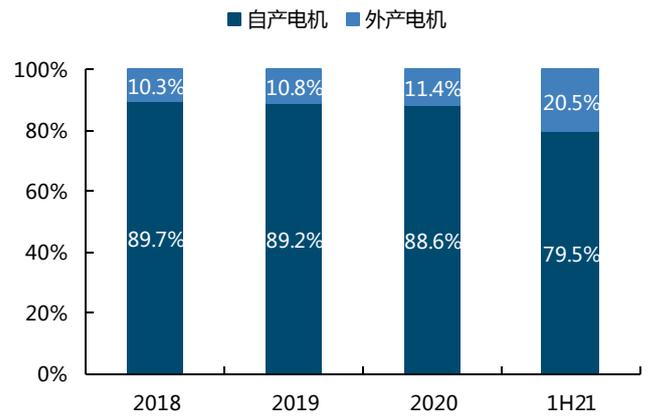
公司产能持续提升, 自制核心部件的比例保持较高水平。当前公司在小型空压机和干湿两用吸尘器的规模化生产方面具有显著的优势和规模效应, 能够及时安排生产计划。2020年起, 公司各产品的产量开始增加, 到2022年各产品产销率均超过100%。同时公司已实现电机等核心部件的后端一体化生产, 公司的小型空压机主要使用的是感应电机, 公司掌握了小型空压机电机的静音技术, 由于市场上供应这类电机的供应商较少, 因此公司的小型空压机电机几乎全部自行生产; 在干湿两用吸尘器方面, 公司只从外部供应商处购买订单量较少的吸尘器型号所需的电机。从2018年至2021年上半年, 公司自产电机的比例都超过75%, 较高的核心零部件自产比例提高了产品质量和稳定性, 同时增强了公司的规模优势。



图表15: 公司分产品产量及产销率



图表16: 公司电机自产及外购量占比



来源: 公司招股说明书, 公司年报, 国金证券研究所

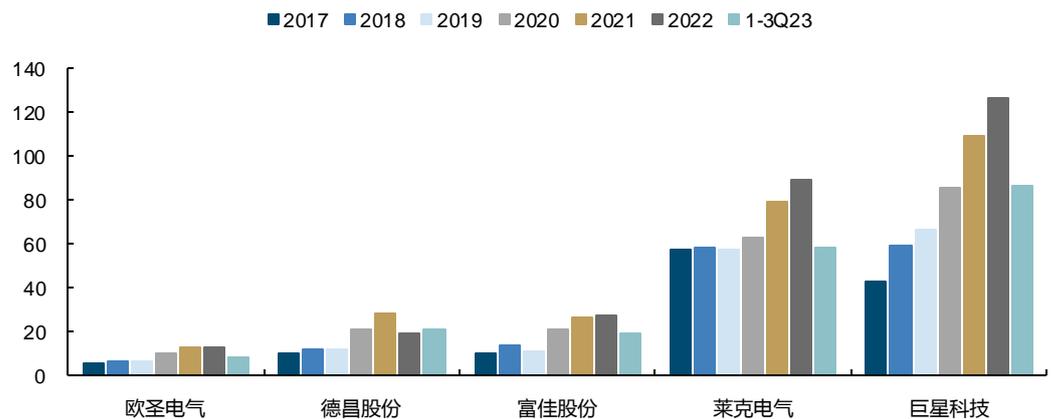
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

为应对中美贸易争端, 公司在东南亚新建产能。受中美贸易争端的影响, 公司出口干湿两用吸尘器和小型空压机被列入了美国加征关税的名单, 关税加征幅度达上限 25%。公司的出口业务模式主要包括 FOB/FCA (客户如 Walmart, 1H21 该模式收入占比 79.4%) 和 DDP (客户如 Costco、Menards, 1H21 该模式收入占比 9.3%), 在 DDP 模式下, 公司需要自己承担海运费和关税, 在 FOB/FCA 模式下, 尽管海运费和关税由下游客户承担, 但中美贸易环境的不确定性仍存在。因此, 为了应对中美贸易摩擦可能带来的竞争环境变化, 公司积极在东南亚布局生产能力, 2022 年 7 月, 公司利用部分 IPO 超募资金 (募集资金使用 3.3 亿元、总项目投资 3.4 亿元) 在马来西亚启动了机电设备生产项目, 预计在 2024 年下半年投产, 届时会增加 75 万台户外动力设备 (小型空压机为主) 和 80 万台高端清洁设备 (干湿两用吸尘器为主) 的生产能力, 销售净利率预计可达 12%。

#### 1.4、财务分析: 毛利率&净利率水平高于普通代工

公司营收增速于 22 年之前处于行业中游水平, 23 年营收&净利润增速放缓主因去库压力。2022 年之前公司营收增速处于行业中游水平, 收入增长驱动来自 1) 通过代工及品牌授权模式逐步提升产品销量。2) 干湿两用吸尘器逐步向售价更高的中高端产品转换。1-3Q23 公司收入 8.4 亿元, 同比-19%, 归母净利润为 1.3 亿元, 同比-7.2%, 收入利润增速均有放缓主因下游客户去库压力较大, 向公司下订单减少。

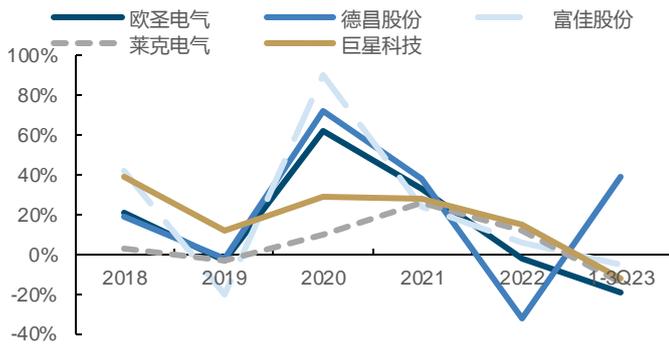
图表17: 可比公司营收规模对比 (亿元)



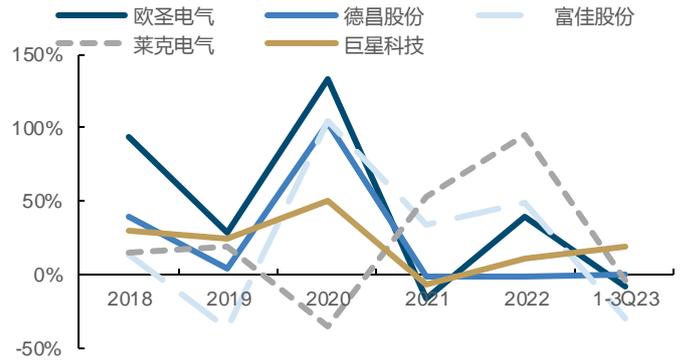
来源: wind, 国金证券研究所



图表18: 可比公司营收增速对比



图表19: 可比公司归母净利润增速对比



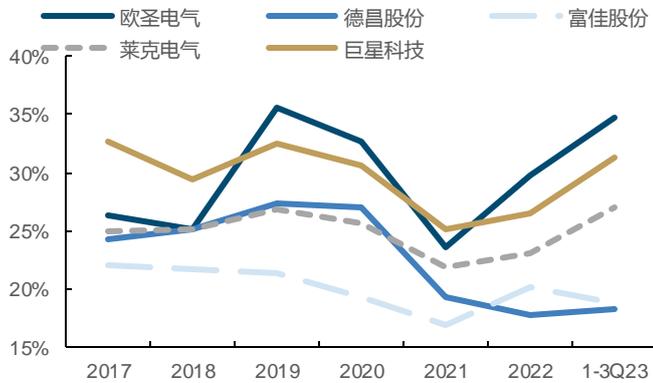
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

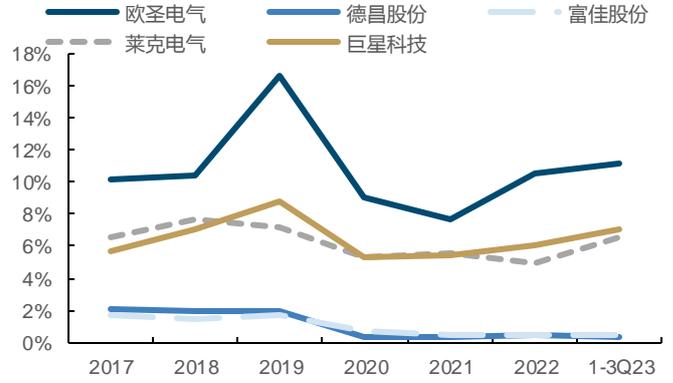
公司毛利率水平高于普通代工, 且有小幅上行趋势。公司毛利率较高主因 1) 干湿两用吸尘器产品毛利率因品牌授权占比高(品牌授权模式毛利率高于 ODM), 因此表现较高水平, 1H23 该产品毛利率水平达到 36.7% (高于小型空压机 20.3%), 收入占比 57.6%。2) 公司中高端产品 (Dewalt 品牌授权) 占比提升。预计随公司产品结构优化、自有品牌认知度提升, 公司毛利率仍有提升空间。1-3Q23 公司毛利率为 34.7%, 同比+4.9pct。

公司销售费率处于行业较高水平, 整体费用控制水平较好。公司在品牌授权模式 (1H21 收入占比 45.8%) 下需要向品牌商支付商标使用费, 计入销售费用, 因此销售费率处于行业较高水平。管理费用率及研发费用率处于行业中位水平, 保持稳定。1-3Q23 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 11.1%/+0.6pct、6.2%/+2.1pct、5.1%/+1.0pct, 短期有所增长主因收入端承压。在小幅上行的毛利率和优秀费用率管控下, 公司净利率水平稳中有升, 1-3Q23 公司净利率水平达 14.9%/+1.9pct。

图表20: 公司毛利率处于行业较高水平



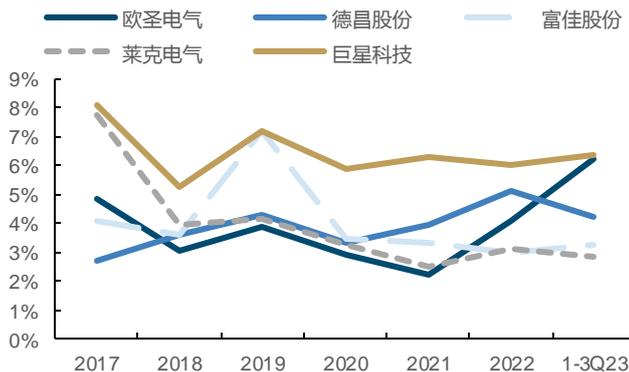
图表21: 公司销售费用率处于行业较高水平



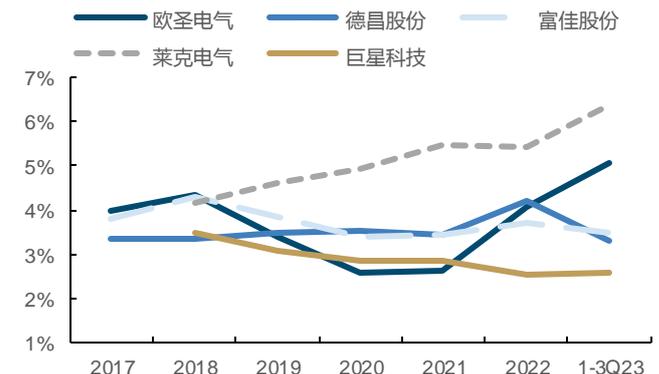
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表22: 公司管理费用率保持稳定



图表23: 公司研发费用率保持稳定

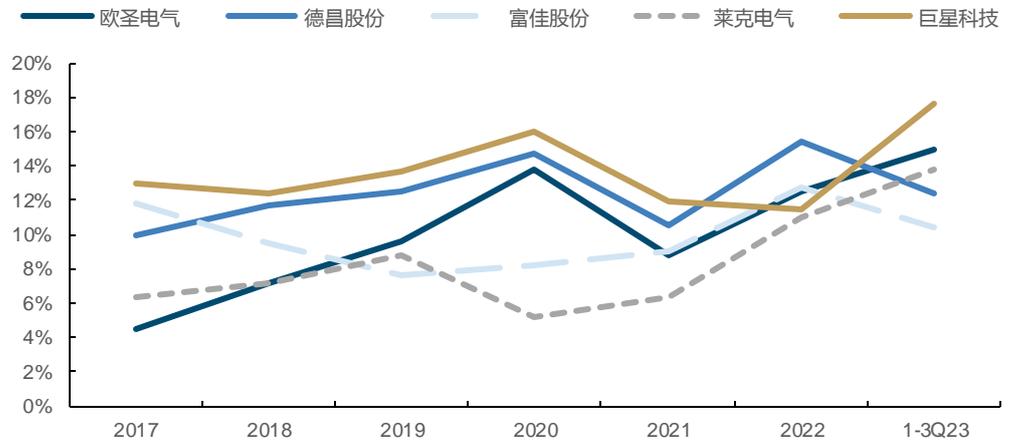




来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表24: 公司净利率呈上升趋势

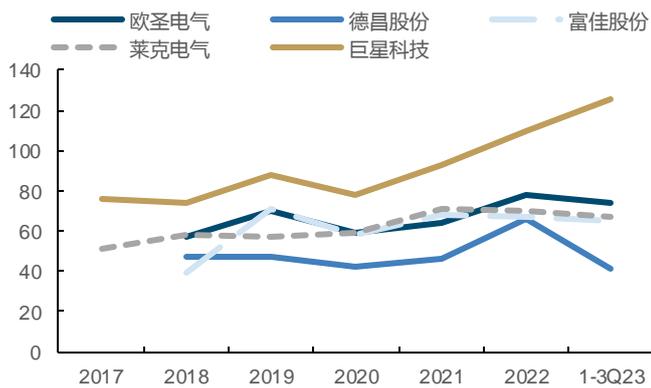


来源: wind, 国金证券研究所

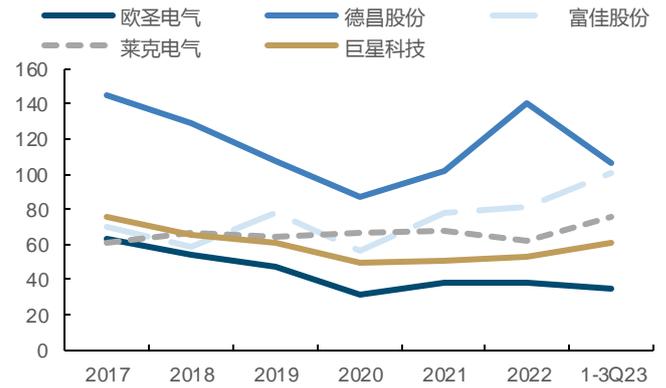
营运效率与盈利质量较好。1) 公司存货周转天数处于行业平均水平, 2018-1H21 公司存货周转天数平均为 65.70 天, 其中原材料周转天数平均为 15.75 天, 在产品周转天数平均为 11.38 天, 库存商品及发出商品周转天数平均为 37.52 天, 公司主要采用“订单生产”模式, 日常存货大都有订单支撑, 且公司产品的生产周期相对较短, 库存管理能力较强。1-3Q23 公司存货周转天数达 74.2 天/+5.8 天。2) 公司应收账款周转天数处于行业较低水平, 公司在业务规模扩张的同时, 进一步加强了客户信用监管水平, 使得公司应收账款周转天数处于较低且稳步下降状态, 1-3Q23 公司应收账款周转天数达 35.3 天/-8.7 天。3) 公司应付账款周转天数处于行业较高水平, 呈现平稳趋势, 反映公司对上游议价能力较强, 1-3Q23 公司应付账款周转天数达 116.8 天/+33.4 天。4) 现金流方面, 公司盈利质量较好, 历年收现比维持在 100%左右。1-3Q23 公司经营现金流净额为 1.1 亿元。

图表25: 公司存货周转天数处于行业平均水平(天)

图表26: 公司应收账款周转天数处于行业较低水平(天)



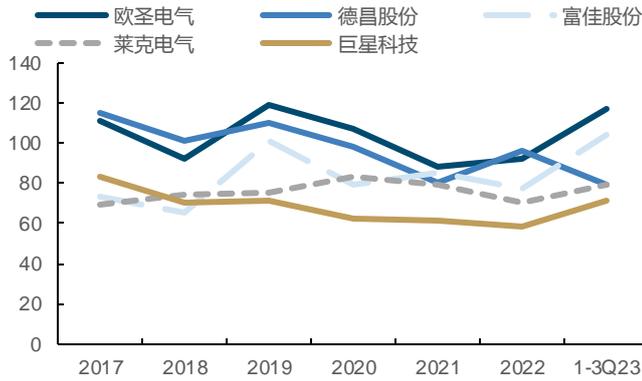
来源: wind, 国金证券研究所



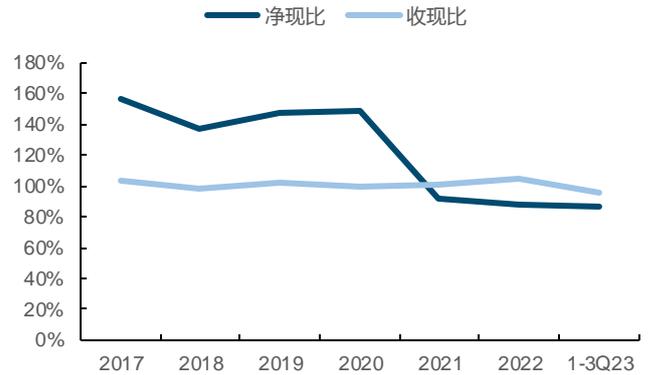
来源: wind, 国金证券研究所



图表27: 公司应付账款周转天数呈上升趋势, 并高于行业平均水平(天)



图表28: 公司净现比、收现比维持健康水平



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

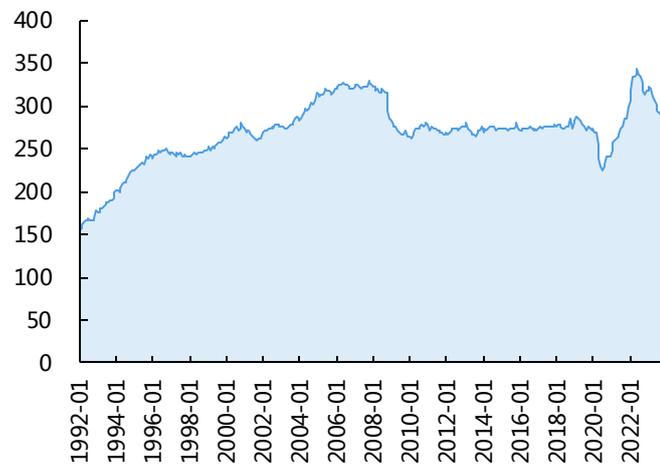
## 二、为何我们判断 24 年公司收入增长有望提速? 美国下游补库带动主业订单恢复+新品类拓展+新业务快速增长

### 2.1、美国库存周期+地产周期共振, 下游补库周期下公司 24 年主业收入有望得到恢复

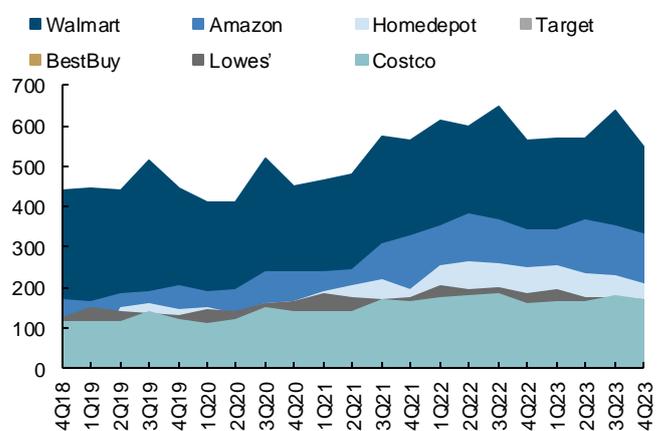
#### 2.1.1、库存周期: 24 年美国耐用消费品零售商有望进入补库阶段

欧美家电和工具行业的去库存高峰期已过, 预计 2024 年将进入补库阶段。根据美国商务普查局的数据, 在 2019 年之前, 美国家居、家用装饰、电子和家电类产品的零售商库存长期保持稳定。但从 2019 年开始, 美国宣布对部分来自中国的商品加征关税, 无论关税是由一方承担还是双方分担, 都将导致零售商的进货成本上升, 因此, 零售商选择先去库存后主动补库。到 2020 年下半年, 因海外公共卫生事件, 海运闭环被打破导致出现拥堵, 同时消费者居家的时间增长, 短期内工具产品需求增加。因此, 零售商基于囤货和高零售端景气度的考量, 再次主动补库存。经过两轮连续的补库存, 欧美零售商渠道库存达到历史高位。但由于美联储持续加息的影响, 需求开始降温, 因此从 2022 年第三季度开始, 零售开始进入去库存周期。Walmart、Amazon、HomeDepot、Target、Bestbuy、Lowe's、Costco 在 2023 财年库存同比分别-3.0%、-3.2%、-15.6%、-11.8%、-2.7%、-8.8%、+6.3%, 同时对上游下单速度放缓, 表现为处于生产端的国内代工厂和品牌厂商的订单增长速度下降。经过大约一年的去库存后, 当前的库存水平开始出现顶部回落, 库存销售比也开始回归正常水平, 结合美联储未来可能降息的预期, 我们认为 2024 年美国零售商有望迎来新一轮补库周期。

图表29: 美国家具、家用装饰、电子和家用电器店零售库存(亿美元)



图表30: 美国主要零售商期末存货额(亿美元)



来源: wind, 美国商务普查局, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

2022 年中国家电出口金额同比增速下滑, 2023 年由于低基数效应, 家电品类出口金额自 23M3 以来恢复趋势明显。欧美家电市场在 2020 年和 2021 年受消费补贴和家庭需求驱动,



实现了强劲增长，海关总署的数据显示，2020年和2021年，中国家电出口额分别为661.3亿美元和987.2亿美元，同比增长分别为+23.5%和+22.3%，同时加速了2022年部分需求的消耗。而2022年，欧美家电零售市场需求开始减弱，叠加2021年海运货物积压严重，导致渠道和品牌商整体降低库存的压力大、周期长。中国家电出口在2022年面临了欧美客户大幅度降低库存的压力，该年中国家电出口额为855.0亿美元，同比下降13.3%。到了2023年，中国家电出口压力开始减轻，已出现了边际拐点，尽管欧美家电零售渠道和品牌商的库存仍然较高，考虑到中国家电出口的低同比基数影响和欧美降低库存进程的持续推进，2023年家电出口金额同比+9.9%，单月数据转正出现在3月，2024年1-2月家电累计出口金额+24.3%，恢复趋势延续。我们认为中国家电出口的压力已逐渐缓解，工具行业的出口周期与家电类似，但相对来说电动工具/OPE的补库周期会晚于家电，预计累计转正拐点或至2024年上半年。公司主营业务包含家用电器与工具品类，恢复节奏介于两者之间，收入转正拐点已于23Q3出现，预计2024年将继续恢复。

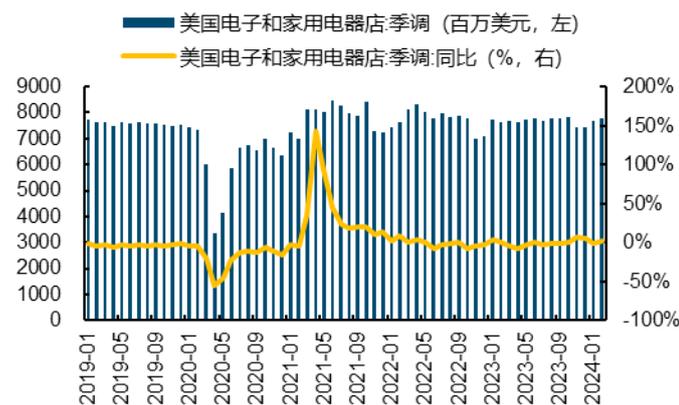
图表31：家电品类出口金额自23M3以来恢复趋势明显

中国出口金额同比 (%)	家用电器	空调	冰箱	洗衣机	电咖啡机或茶壶	电热饮水机	榨汁机	电烤箱	面包机	多士炉	电锅	滴液式咖啡机	泵压式咖啡机	食品研磨机及搅拌机	液晶电视	吸尘器	电吹风机	电熨斗	电动剃须刀
21Q1	116.0%	28.6%	82.8%	47.3%	73.8%	43.0%	113.3%	141.5%	212.4%	76.6%	118.6%	60.6%	74.7%	117.0%	55.6%	104.8%	84.9%	27.2%	33.1%
21Q2	54.5%	9.3%	33.0%	24.3%	33.4%	6.7%	47.6%	64.4%	52.3%	28.3%	55.1%	17.3%	37.4%	50.4%	17.8%	40.2%	42.5%	13.5%	12.1%
21Q3	32.6%	7.7%	5.7%	-5.0%	17.2%	4.3%	14.1%	19.4%	-15.0%	14.6%	13.8%	17.4%	19.0%	17.2%	12.5%	-4.1%	19.1%	11.3%	1.2%
21Q4	25.8%	29.7%	1.7%	11.3%	23.3%	-1.6%	4.7%	-5.2%	-45.3%	3.8%	1.2%	12.5%	38.4%	6.7%	1.6%	-13.7%	23.7%	14.2%	14.0%
22Q1	-5.4%	9.0%	-5.9%	-8.3%	13.8%	-2.7%	-11.1%	-21.7%	-48.3%	-0.2%	-4.4%	2.3%	20.2%	-10.4%	-14.6%	-19.5%	15.7%	11.1%	5.2%
22Q2	-8.9%	-8.8%	-15.3%	-16.4%	20.6%	-1.2%	-16.4%	-26.4%	-54.8%	1.0%	-16.1%	11.7%	21.3%	-17.0%	-15.1%	-22.9%	25.1%	13.6%	-4.5%
22Q3	-14.9%	-6.1%	-28.7%	5.8%	-5.2%	-0.7%	-27.2%	-30.6%	-38.4%	-30.4%	-16.3%	-25.6%	-1.7%	-28.8%	-27.4%	-14.5%	14.4%	9.5%	10.6%
22Q4	-23.0%	-20.1%	-41.0%	-11.0%	-33.3%	-18.3%	-33.3%	-38.4%	-36.8%	-44.3%	-21.9%	-47.6%	-46.3%	-36.0%	-25.8%	-24.0%	9.9%	-1.2%	-2.1%
23Q1	-4.6%	-8.9%	-23.6%	6.8%	-19.9%	-5.0%	-5.1%	-14.5%	-11.9%	-23.0%	-3.3%	-25.2%	-28.9%	-8.7%	1.2%	-9.1%	15.8%	10.9%	21.0%
23Q2	2.2%	-4.1%	3.9%	36.6%	-18.5%	7.2%	2.1%	2.4%	18.1%	-16.0%	9.5%	-18.4%	-24.9%	-1.8%	5.7%	1.6%	15.8%	18.5%	35.0%
23Q3	6.6%	-1.8%	20.5%	16.9%	-11.6%	4.7%	9.4%	17.8%	2.3%	12.2%	7.2%	-2.0%	-17.4%	7.6%	16.2%	9.6%	10.1%	24.6%	18.9%
23Q4	11.5%	8.7%	41.3%	19.9%	-0.1%	30.5%	11.8%	21.6%	42.1%	17.3%	6.3%	21.8%	4.0%	12.9%	16.8%	9.1%	-4.5%	20.2%	16.6%
24M1-2	17.6%	8.1%	34.0%	26.9%	21.9%	44.1%	26.3%	23.0%	29.3%	23.4%	19.2%	25.1%	23.3%	26.6%	7.0%	20.6%	30.5%	34.9%	27.4%

来源：wind，海关总署，国金证券研究所

2022年以来美国家电和其他耐用消费品的需求表现疲软，考虑到美国经济仍具韧性，若未来的美国零售端能够恢复，那么新的库存补充周期将加快到来。美国商务部普查局数据显示，2021年/2022年/2023年美国家电零售销售额同比分别+26.9%/-1.4%/-0.7%，反映耐用消费品如家电、电子产品的零售需求仍较弱。若后续零售端能恢复，将增强零售商补库动力，从而带动我国的出口企业订单快速增长。

图表32：美国家电零售额有待恢复



来源：wind，美国商务部普查局，国金证券研究所

图表33：美国建筑材料、园林设备等零售额有待恢复



来源：wind，美国商务部普查局，国金证券研究所

同时，我们看到已披露2023年年报的家电公司，例如小家电龙头苏泊尔1H23外销同比-12.9%，2H23外销同比+58.2%；九阳股份1H23外销同比+52.8%，2H23外销同比+82.1%；奥马电器1H23外销同比+30.8%，2H23外销同比+71.8%，均在23年下半年迎来了出口业务收入的提速。公司单季度收入转正拐点出现在23Q3（收入同比+2.0%），我们预计23Q4收入将加速恢复。

### 2.1.2、地产周期：美国房地产行业景气度有望回升，利好工具行业发展

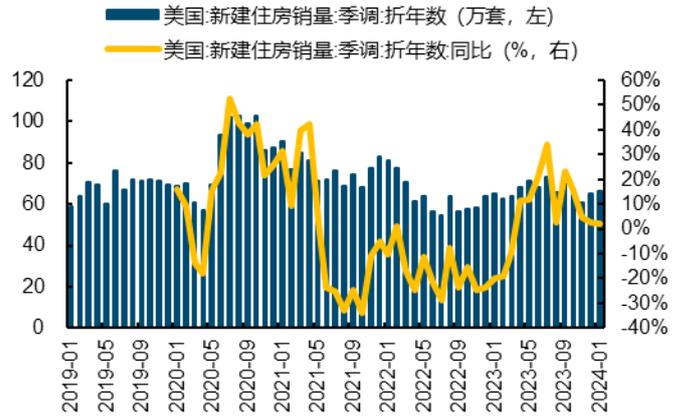
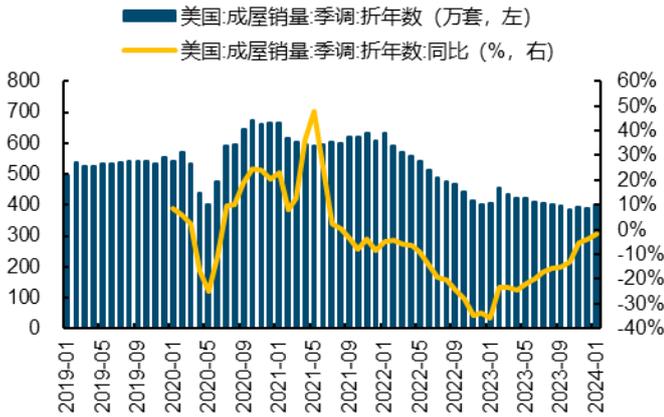
美国工具产业与其房地产市场紧密相关，随美国降息预期逐渐明朗，美国房贷利率有望下降，利好房地产销售触底反弹，推动工具行业景气度上行。史丹利百得在其2023年5月



的投资者演示文稿中提供的数据显示，房地产相关、DIY 户外、工业相关分别占其 2022 财年收入的 66%、17%、10%。气动工具中的小型空压机主要服务于建筑装修、汽车维护等下游市场，建筑装修行业的繁荣度与宏观经济周期、房地产销售密切相关。自 2021 年 6 月开始，美国新建住房增速转负，9 月成屋销售增速转负，美国房地产销售景气度下行；2023 年以来美国成屋销量降幅逐渐收窄、新建住房销量增速转正，房地产行业逐渐企稳；2024 年 2 月美国成屋销售环比+9.5%，至年化 438 万户，创最近一年新高。我们认为随美国降息预期逐渐明朗，美国房贷利率有望下调，美国房地产销售尤其是成屋销售有望触底反弹，从而推动工具行业景气度上行。

图表34：美国成屋销售套数降幅环比收窄

图表35：美国新房销售套数环比回升



来源：wind，国金证券研究所

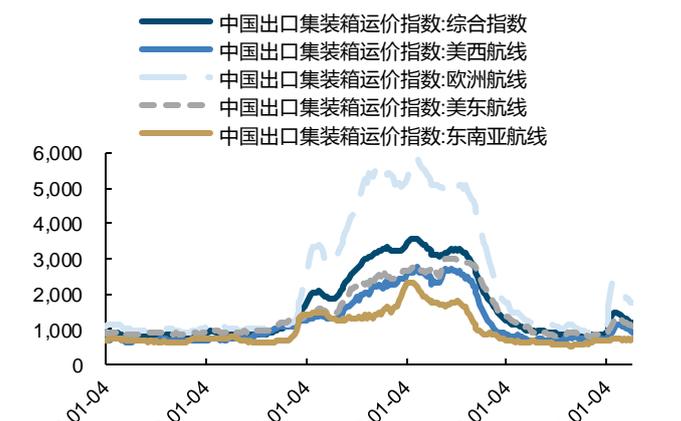
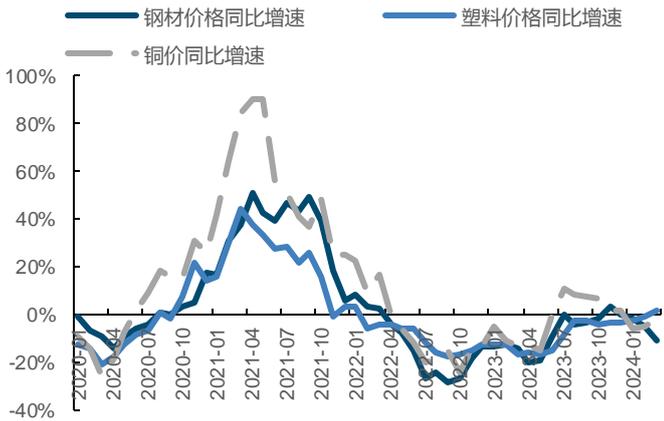
来源：wind，国金证券研究所

### 2.1.3、成本端海运费、汇率、原材料三座大山压力有所缓解

原材料、海运价格及汇率改善显著，利润率逐季度提升已兑现。出口制造业影响利润率的核心要素有三点，即原材料价格（公司直接材料成本占主营业务成本比超过 75%）、海运集装箱运价及美元兑人民币汇率。出口企业从 2020 年下半年开始盈利能力明显下行，持续至 2022 年上半年。2022 年下半年至今，原材料、海运价格及汇率明显改善，出口企业净利率逐季度改善，板块 Q3 净利率进一步上行，虽然长期来看人民币有升值压力，但在板块净利率未修复至 2020 年之前，出口企业净利率上行趋势或将持续兑现。

图表36：22Q3 以来钢、铜、塑料价格压力缓解

图表37：2023 年初海运费回落

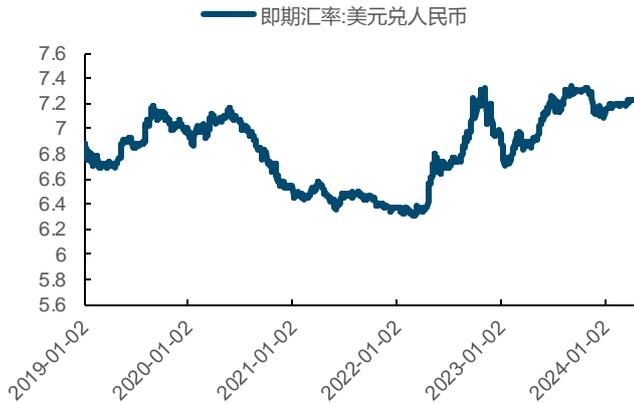


来源：wind，国金证券研究所

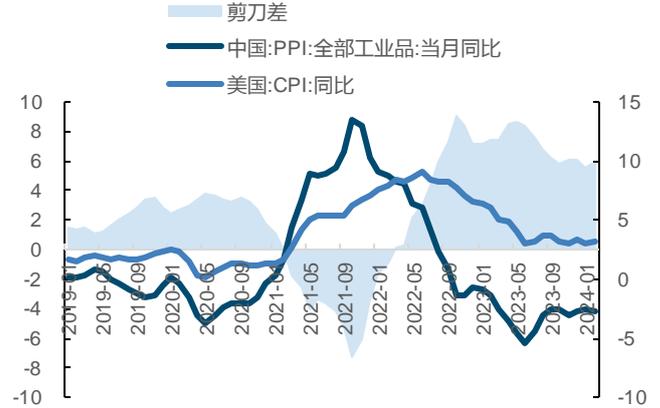
来源：wind，国金证券研究所



图表38: 人民币贬值利好出口企业毛利率及汇兑收益



图表39: 中美PPI-CPI剪刀差维持高位, 出口企业利润空间凸显



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

#### 2.1.4、为何我们看好公司主业的恢复? 品类发展趋势、公司竞争力没有发生改变

从品类角度长期来说小型空压机、干湿两用吸尘器是美国家居生活不可或缺的家居产品, 行业规模预计能持续小幅增长。再加上公司下游客户地位、以及公司自身竞争力没有发生改变。

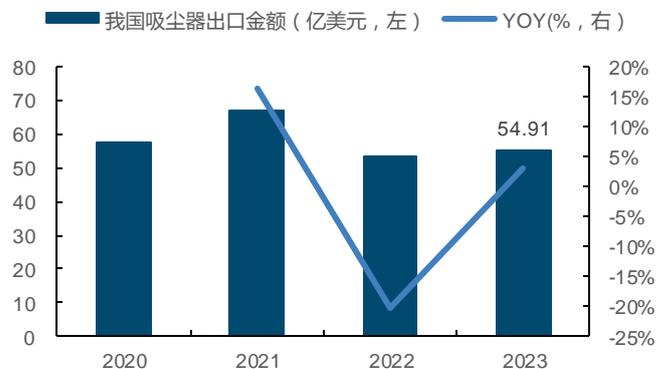
1) 市场比较担心电动工具近年随着无绳化、锂电化等趋势下增长动力更强, 会不会替代气动工具? 我们认为电动工具无法替代气动工具, ①从环境适应能力来看, 气动工具有其专属应用场景, 比如说更强的耐水性使得产品可以在各种不良或恶劣的环境下工作, 不会产生电火花, 所以即使在有爆炸危险的场所使用也不会发生引火爆炸的可能, 更适用于煤矿、油田等岗位使用。②从工作能力上来看, 气动工具更适合长时间工作而不会出现发热现象, 即使压缩空气发动机发生超负荷现象, 工具仅仅是停止转动, 一旦超负荷现象解除则重新恢复正常运转, 不会发生故障。按重量容积之比气动工具输出功率大, 在同样输出功率的情况下, 与电动工具相比小型轻量, 更能提升工作效率。③经济性角度考虑, 电动工具初期投资较低, 但长期使用能源消耗较高, 且工具维修、更换所需成本也较高。气动工具初期投资需要建立空压管路设备, 但长期使用在能源消耗与工具维护上成本较低。因此我们认为小型空压机市场因其独特应用场景和使用优势, 不会被电动工具替代, 但行业发展或更偏存量更替。

2) 欧美房屋面积大, 房屋装修以地毯地面居多, 导致欧美家庭对吸尘器的需求较旺盛, 其中干湿两用吸尘器具有干湿两用、吸力强、可吸附大介质、容量大等优势, 住宅数量的增加、住宅面积的扩大有利于干湿两用吸尘器市场的发展, 此外干湿两用吸尘器还适用于汽车护理、酒店餐饮等场景, 在欧美应用广泛, 我们预计未来销售量得以稳定增长。

图表40: 中国出口空压机销量及销额



图表41: 中国出口吸尘器销量及销额



来源: wind, 国金证券研究所; 注: 海关总署数据仅披露至2020年, 2021年及之后数据并入空气泵或真空泵、空气及其他气体压缩机、风机、风扇; 装有风扇的通风机罩或循环气罩, 不论是否装有过滤器(8414)项目。

来源: wind, 国金证券研究所



## 2.2、研发实力强劲，洗地机、园林设备新品类开拓，24年主业增长更具弹性

公司拥有较强的产品开发能力。公司研发团队核心成员均有10年以上产品开发经验，本科及以上学历超60%，截至22年末，公司已授权专利300项，其中发明专利83项，能够通过当地一线客服团队对国外客户的需求及时反馈，做出针对性改进或开发出更多个性化产品。目前公司的小型空压机和干湿两用吸尘器均有150+种型号，每年还在不断推陈出新，以满足用户的多样化需求，从而奠定了公司在北美市场的领导地位，产品获得了用户的高度认可，其中一款干湿两用吸尘器（The Black + Decker Wet Dry Vac）被美国《Better Homes and Gardens》杂志评为“2024年最佳真空吸尘器”。

图表42：公司生产的 The Black+Decker Wet Dry Vac 被美国《Better Homes and Gardens》杂志评为“2024年最佳真空吸尘器”。



来源：《Better Homes and Gardens》，国金证券研究所

公司在主打产品特别是在小型空压机市场的垄断地位培养了较高的客户粘性，保证了公司业绩的长期稳定增长，与国际知名客户的深度互信和长期稳定的合作关系也带来其他创新类清洁设备和空气动力设备的成长空间，并为其他品类或风口产品预留了渠道优势，我们认为，这种渠道与客户的多重复用是公司的最大竞争优势所在，也为公司未来几年的业绩放量增长埋下伏笔。

除了对核心产品小型空压机和干湿两用吸尘器不断升级改进之外，公司近年来也加大了新产品的开发力度，例如公司2021年新开拓工业风扇品类，销售模式多为ODM，即为商超客户旗下自有品牌代工。2023年新开拓洗地机品类，销售模式为OBM，即使用自有品牌先在欧洲市场进行铺货，2024年或将进入北美二三线商超，以及亚马逊等线上平台进行销售。同时2023年底公司获得以史丹利百得为主的园林工具品牌授权，预计2024年将有家用小型园林工具产品新推出。新品类的放量有望在2024年为公司提供可观增量，同时我们认为近年公司持续获得客户新品订单，反映了下游客户对公司生产能力及产品开发的认可，以及十几年合作粘性的体现，侧面反映了公司强大的研发、生产及渠道能力。

## 2.3、护理机器人业务24年或进入快速增长阶段

### 2.3.1、护理机器人是什么？

护理机器人是更好帮助护理人员处理因失能、失智而卧病或大小便不能自理的病患的排泄物的设备。目前发展为可穿戴式、可以自动感应及自动识别失能卧病人员的卧床状态，自动检测、自动处理卧床病人的排泄物，并自动记录患者排泄情况。护理机器人为卧病患者传统纸尿裤的替代升级产品，优势在于使得卧病患者始终保持清洁干爽无异感，有效避免传统纸尿裤处理病患排泄物所带来的有残留、有异味、病患易感染等缺点。

护理机器人主要应用于家庭护理、护理机构、养老机构、社区服务等场景，从提升设备使用效率来看，行业多为ToB业务，对接医院、养老院等场景，ToC消费端因产品单价较高



(护理机器人售价一般为 2-10 万元左右)，以及使用期限不长等原因占比较低。

护理机器人起源于日本，目前主要制造销售厂商分布于中国、韩国、德国等国家，总体来看中国护理机器人制造水平领先于全球。

图表43: 伊利诺护理机器人工作原理视图

图表44: 护理机器人应用场景



来源: 伊利诺官网, 国金证券研究所

来源: 伊利诺官网, 国金证券研究所

### 2.3.2、供需两旺促进行业长期成长

#### 供给端：产品力不断优化，逐渐达到“好用”程度

产品起源于日本，目前主要以日本、中国企业为主，中国产品品质在持续迭代过程中逐渐超越日本。目前公司旗下伊利诺护理机器人最新一代产品已经可以达到佩戴者可连续佩戴 12 小时，且不会对皮肤造成损伤，已经具备大规模放量基础，之后产品的技术突破更多体现于佩戴时间的延长。

#### 需求端：老龄化+机器人+人性化需求推动行业长期成长

- 老龄化趋势：根据联合国规定，65 岁以上的老年人口占总人口的比例达 7% 以上或 60 岁以上老年人口在总人口中的比重超过 10% 的，属老年型国家或地区。中国从 2000 年已经进入老龄化社会，根据国家统计局数据，2022 年我国 60 岁以上人口达到 2.8 亿人，占总人口比例提升至 20%。据 Credit Suisse 预测，中国大陆地区 60 周岁及以上人口在 2025 年将达到 3 亿人，2033 年突破 4 亿人。根据中国老龄科学研究中心数据显示，2022 年末全国 60 岁及以上失能、半失能老年人达到 4400 万，占 60 岁及以上老年人人口的 16%，老年人的医疗护理和长期照护需求十分迫切，且随着老龄化进程继续，市场对养老产品需求将持续扩大，我国养老护理市场发展前景广阔。
- 机器人替人：①一方面减少用工成本，一台机器人大约能省 1-2 人用工成本；②另一方面补足用人需求，专业机构在护理失能老人的人员配置上，轻度失能老人的护理配置是 4 比 1，即 4 个老人配置一个护理员；中度失能老人护理配置是 3 比 1，重度失能老人的配置是 2 比 1。如果按照 3 比 1 来推算，我国养老护理员的需求量将达到 1500 万。根据民政部发布的数据，2020 年我国仅有 50 余万名养老护理员，远不能满足失能失智老人的照护需求，市场缺口超千万。同时，由于行业劳动密集属性和社会认同感缺失，现行养老护理队伍的专业化和职业化程度较低，人才流失问题也相对严峻。
- 人性化需求：降低亲属、护工照料患者的劳动强度，同时维护老年人尊严。

### 2.3.3、市场规模：行业处于发展早期，未来有望成长为百亿市场规模

护理机器人产品当前发展仍处早期，过去行业没有特别明显增长的主要原因①产品力仍有待完善。②国内公共卫生事件影响下，产品很难进入养老院、护理院等服务机构。目前制约因素已解除，产品力也接近“好用”阶段，叠加政策支持，我们预计 2024 年护理机器人或将进入大规模放量阶段。

目前市面上并无护理机器人行业规模可靠的第三方数据统计，我们根据养老院数量及服务机器人配备率简单进行假设预测，根据国家统计局数据，截至 2022 年末中国养老机构共 4.0 万个，养老床位 833.3 万个，因此每个养老机构约 208.3 个床位。考虑到失能老人占比老人总数 16%，①乐观情况下，假设 9%-11% 床位配有服务机器人。②中性情况下，假设 5%-7% 配备率，③悲观情况下，假设 1%-3% 配备率。一台机器价值假设 1-6 万不等（伊



利诺护理机器人终端零售价约 3 万)。计算方法：养老机构数量 4 万家\*平均每家养老机构床位数\*护理机器人配备率\*单台机器零售价格，因此我们测算中心值为 175 亿市场规模。

根据 2022 年我国卫生健康事业发展统计公报，2022 年末医疗卫生机构 103.3 万个，其中医院数量 3.7 万个，若我们假设医院护理机器人配备情况与养老机构相同，但考虑到医院床位数或更多、产品单价或更高，预计医院场景下护理机器人市场规模大于养老机构。

此外，海外护理机器人发展目前仍未被开发，考虑海外劳动力成本更高、养老产业重视程度更高，我们认为海外市场或能贡献更大市场规模。

图表45：护理机器人市场规模敏感度测算（单台机器价值量为零售价）

护理机器人市场规模（亿元）		单台机器价值量（元）						
		10000	20000	30000	40000	50000	60000	
乐观	护理机器人/床位数	11%	91.7	183.3	275.0	366.7	458.3	550.0
		9%	75.0	150.0	225.0	300.0	375.0	450.0
中性		7%	58.3	116.7	<b>175.0</b>	<b>233.3</b>	291.7	350.0
		5%	41.7	83.3	<b>125.0</b>	<b>166.7</b>	208.3	250.0
悲观		3%	25.0	50.0	75.0	100.0	125.0	150.0
		1%	8.3	16.7	25.0	33.3	41.7	50.0

来源：国家统计局数据，国金证券研究所

### 2.3.4、公司目前产品发展进度及竞争力：产品力于国内领先，已达到可放量水平

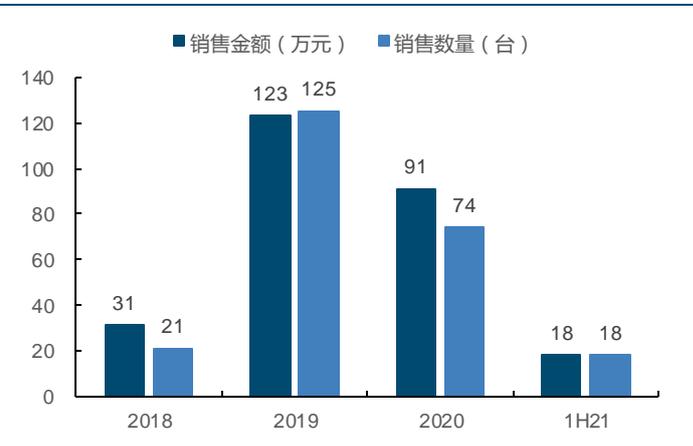
公司护理机器人研发不断推进，较成熟产品已试制成功并小批量出货。公司自 2014 年 1 月成立子公司苏州伊利诺医疗科技有限公司，专注于护理机器人的研发生产和销售。在不断改善产品使用体验，在静音效果、密封性、穿戴便利性、标准化模块等方面取得良好进展。截至 2022 年末，公司已经完成了第五代产品的研发，实现小批量生产，并在国内进行了市场推广。目前公司护理机器人销售规模较小，客户较为分散，包括医院、社区养老机构、健康管理企业和个人用户等。

图表46：公司护理机器人研发系列情况

护理机研发型号	研发情况及产品优劣势	生产情况
第一代护理机器人	采用 <b>特制床垫</b> 结构方案，将特制床垫中间开槽。工作头和连接软管放入槽中并延伸到主机。该系列产品为 <b>非穿戴型</b> ， <b>用户活动性较差</b> ，特别是卧床翻身不方便。	产品处于实验室研发试制阶段，未进入市场推广
第二代护理机器人	采用 <b>穿戴式工作头+防水纸尿垫</b> 结构方案。从该系列护理机型转变为穿戴型，工作头穿戴灵活，并且可以侧身90度使用，为患者增加了行动性便利，但由于防水纸尿垫贴合性一般， <b>患者侧身时容易侧漏</b>	从实验室试制步入了小批量市场推广出货阶段，但在收集部分客户反馈后，公司护理机产品继续进入实验室研发改良阶段
第三代护理机器人	采用 <b>穿戴式工作头</b> 结构方案， <b>剔除纸尿垫</b> ，同时找到解决工作头使用的舒适度问题以及 90 度侧身排便时侧漏问题的方法	该系列产品主要为承接下一代的试验机型，没有进行批量生产
第四代护理机器人（2020年末已研发出）	在第三代基础上 <b>提高防水性能</b> ，穿戴材料采用凝胶材料，增加贴合性与患者舒适度，电机用传感连接取代了原有的电气连接，增加机器的使用稳定性与使用寿命	该系列产品需要根据患者性别、身材进行差异化设计。产品也从实验室试制步入了小批量生产，处于市场推广出货阶段
第五代护理机器人	在第四代基础上将护理及主要模块 <b>标准化</b> ， <b>对包装进行差异化设计</b> ，解决漏水、穿戴便利性问题	小批量量产，优先在国内销售

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表47：公司服务机器人金额及销量情况



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

公司产品力优秀，产品迭代创新速度领先。公司目前销售体量及产品力位于国内护理机器人行业前列，与竞争对手相比研发优势明显，公司过往十多年来在吸尘器和小型空压机方面的技术沉淀，例如电机隔音降噪技术、除水过滤工艺、电机保护工艺等都能协同应用于护理机器人产品中，技术难点在于产品细节打磨（产品使用材料、产品形态等），而公司十几年的研发实验积累了大量经验，构筑研发壁垒；不足之处在于目前公司现有销售渠道有限，产品在终端市场推广范围较窄，未形成稳定的客户群体和品牌效应，未来公司也将在渠道布局和营销等方面持续完善。

## 三、盈利预测与投资建议

### 3.1、盈利预测

我们拆分公司不同品类产品进行收入预测：



**干湿两用吸尘器：**随下游零售商去库周期结束、公司产品持续推新带动结构升级，预计 2023-2025 年公司干湿两用吸尘器收入为 7.1/9.1/10.7 亿元，同比+12.4%/+26.9%/+18.5%，其中销量同比+5%/+22%/+15%，均价+7%/+4%/+3%。毛利率方面，考虑到 2023 年人民币贬值，对公司毛利率具有一定拉升作用，2024 年汇率利好预计减弱，但公司产品高端化升级利于毛利率提升，出于谨慎原则我们预计 2023-2025 年干湿两用吸尘器毛利率为 40%/39%/39%。

**小型空压机：**预计随下游零售商去库周期结束，2024 年销量端有望恢复增长。预计 2023-2025 年公司小型空压机收入为 3.9/4.7/5.3 亿元，同比-13.1%/+20.4%/+14.2%，其中销量同比-15%/+18%/+12%，均价+2.2%/+2%/+2%。毛利率方面，考虑到 2023 年人民币贬值，对公司毛利率具有一定拉升作用，2024 年汇率利好预计减弱，出于谨慎原则我们预计 2023-2025 年小型空压机毛利率为 22%/21%/21%。

**工业风扇：**作为公司开拓的新品类，22 年快速放量，收入同比+114.5%，我们预计公司工业风扇 2023-2025 年收入为 1.5/1.8/2.3 亿元，同比+27.5%/+22.4%/+22.4%，其中销量同比+25%/+20%/+20%，均价+2%/+2%/2%。毛利率方面，考虑到 2023 年人民币贬值，对公司毛利率具有一定拉升作用，2024 年汇率利好预计减弱，出于谨慎原则我们预计 2023-2025 年工业风扇毛利率为 32%/31%/31%。

**护理机器人：**随国内医院&疗养院客户、中国台湾地区疗养机构与海外客户开拓，2024 年有望迎来收入提速，我们预计公司 2023-2025 年护理机器人产品收入约 0.02/0.45/1.5 亿元。毛利率随规模扩大仍有提升空间，预计 2023-2025 年护理机器人产品毛利率为 45%/50%/52%。

**配件及其他：**包含洗地机、园林工具等公司新拓展品类，预计 2023-2025 年收入为 1.2/2.7/4.3 亿元，同比+50%/+120%/+60%，因新品类销售模式为 OBM 及品牌授权，相对其他销售模式来说毛利率更高，预计 2023-2025 年配件及其他毛利率为 50%/51%/52%。

综合来看，预计公司 2023-2025 年收入为 13.8/18.7/24.2 亿元，同比+7.4%/+36.0%/+29.0%，毛利率为 35.0%/35.7%/37.4%。



图表48：公司收入拆分

	单位：百万元	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总营业收入	总营业收入	521.0	629.9	609.8	991.3	1314.5	1283.8	1378.9	1874.9	2417.7
	YOY		20.9%	-3.2%	62.6%	32.6%	-2.3%	7.4%	36.0%	29.0%
	成本	384.1	471.9	392.3	667.0	1005.0	900.7	897.0	1205.2	1513.2
	毛利率	26.3%	25.1%	35.7%	32.7%	23.5%	29.8%	35.0%	35.7%	37.4%
按产品拆分										
干湿两用吸尘器	干湿两用吸尘器收入	185.0	186.1	237.2	420.8	690.6	636.1	714.7	906.8	1074.0
	YOY		0.6%	27.5%	77.4%	64.1%	-7.9%	12.4%	26.9%	18.5%
	%REV	35.5%	29.5%	38.9%	42.5%	52.5%	49.5%	51.8%	48.4%	44.4%
	销售量(万台)		112.9	107.2	145.0	327.8	253.3	265.9	324.4	373.1
	YOY			-5.1%	35.3%	126.1%	-22.7%	5.0%	22.0%	15.0%
	均价(元/台)		164.8	221.3	290.2	210.7	251.1	268.7	279.5	287.9
	YOY			34.3%	31.1%	-27.4%	19.2%	7.0%	4.0%	3.0%
成本	136.3	131.7	138.6	264.0	510.9	429.5	428.8	553.1	655.2	
毛利率	26.3%	29.2%	41.5%	37.3%	26.0%	32.5%	40.0%	39.0%	39.0%	
小型空压机	小型空压机收入	317.9	415.0	345.8	503.7	444.8	447.3	388.6	467.7	534.3
	YOY		30.5%	-16.7%	45.7%	-11.7%	0.6%	-13.1%	20.4%	14.2%
	%REV	61.0%	65.9%	56.7%	50.8%	33.8%	34.8%	28.2%	24.9%	22.1%
	销售量(万台)		93.7	65.7	91.0	74.7	73.4	62.4	73.6	82.4
	YOY			-29.9%	38.4%	-17.8%	-1.8%	-15.0%	18.0%	12.0%
	均价(元/台)		442.8	526.2	553.8	595.1	609.6	623.0	635.4	648.1
	YOY			18.8%	5.3%	7.5%	2.4%	2.2%	2.0%	2.0%
成本	240.9	329.2	246.3	374.0	378.0	342.8	303.1	369.5	422.1	
毛利率	24.2%	20.7%	28.8%	25.7%	15.0%	23.4%	22.0%	21.0%	21.0%	
工业风扇	工业风扇收入					55.1	118.2	150.7	184.5	225.8
	YOY						114.5%	27.5%	22.4%	22.4%
	%REV					4.2%	9.2%	10.9%	9.8%	9.3%
	销售量(万台)					11.0	22.0	27.5	33.0	39.5
	YOY						100.6%	25.0%	20.0%	20.0%
	均价(元/台)					503.3	538.0	548.8	559.8	570.9
	YOY						6.9%	2.0%	2.0%	2.0%
成本					43.0	84.1	102.5	127.3	155.8	
毛利率					22.0%	28.8%	32.0%	31.0%	31.0%	
护理机器人	护理机器人收入							1.8	45.0	150.0
	YOY								2400.0%	233.3%
	%REV							0.1%	2.4%	6.2%
	成本							1.0	22.5	72.0
毛利率							45.0%	50.0%	52.0%	
配件及其他(洗地机、园林工具)	配件及其他收入	8.7	17.6	15.4	27.9	170.5	82.1	123.2	271.0	433.5
	YOY		102.3%	-12.1%	80.8%	510.9%	-51.8%	50.0%	120.0%	60.0%
	%REV	1.7%	2.8%	2.5%	2.8%	13.0%	6.4%	8.9%	14.5%	17.9%
	成本	4.6	9.6	5.9	12.1	115.2	44.3	61.6	132.8	208.1
毛利率	47.3%	45.4%	61.7%	56.5%	32.4%	46.1%	50.0%	51.0%	52.0%	

来源：公司招股说明书，wind，国金证券研究所

费用端：2024 年公司收入有望重回双位数以上增长，规模效应显现，费用压力有望缓解，但考虑到公司需要持续投入费用以支持服务机器人业务增长，我们预计费用率 2024 年随规模效应有所下滑，2025 年保持平稳，预计 2023-2025 年公司销售费用率为 11.2%/10.3%/10.3%、管理费用率为 6.2%/5.5%/5.5%、研发费用率为 5.3%/5.0%/5.0%。

### 3.2、投资建议及估值

综合收入、成本预测，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 1.9/2.5/3.4 亿元，同比 +18.6%/+30.4%/+35.7%，EPS 为 1.0/1.4/1.9 元，对应 2024 年 4 月 11 日收盘价 PE 为 18.8/14.4/10.6x，我们选取 A 股小家电企业德昌股份、莱克电气、富佳股份作为可比公司。德昌股份主要从事清洁电器、头发护理家电、园林工具、电机等产品的生产销售，同时开展第二增长曲线 EPS 电机业务；莱克电气以吸尘器、空气净化器、水净化机等环境清洁电器和园林工具产品为主营业务，同时发力第二增长曲线新能源；富佳股份主要产品包括各类清洁电器、电机等，同时子公司拓展储能业务。截至 2024 年 4 月 11 日，上述公司 2024 年 P/E 中位数为 17.7x。



我们看好公司未来收入持续增长,预计公司干湿两用吸尘器和小型空压机业务持续保持细分领域龙头地位可能性高,新品类或带来更多收入增量。我们给予公司 20x 2024e P/E,对应目标价 27.31 元,较当前股价有 38.8% 的上行空间。我们在可比公司 2024e P/E 中位数基础上给予公司一定溢价,主要由于:1)随着欧美家电去库存周期进入尾声,且 2022 年下半年公司收入低基数,叠加新品类贡献,我们认为公司自 23Q4 起收入有望实现快速增长;2)公司自 2014 年成立子公司布局护理机器人,不断进行技术创新以改善产品使用体验,目前已完成第五代护理机器人的研发,新品驱动下我们认为公司未来成长空间逐渐被打开。

图表49: 可比公司估值法 (市盈率法)

证券简称	股价 (人民币元)	EPS (元)						PE (倍)					
	2024/4/11	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
德昌股份	18.39	2.17	1.58	1.12	0.91	1.04	1.26	-	25.78	16.38	20.26	17.67	14.60
莱克电气	23.87	0.80	0.87	1.71	1.77	1.97	2.26	37.89	33.53	13.95	13.51	12.09	10.56
富佳股份	14.02	0.48	0.58	0.87	0.53	0.61	0.70	-	34.25	19.34	26.50	22.88	19.95
中位数								37.89	33.53	16.38	20.26	17.67	14.60
欧圣电气	19.67	1.00	0.85	0.88	1.05	1.37	1.85	19.66	23.24	22.27	18.78	14.41	10.61

来源: wind, 国金证券研究所; 注: 预测 EPS 来自 wind 一致预期, 截至 2024/4/11

#### 四、风险提示

**汇率波动风险:** 2018-2022 年,公司的海外销售收入占主营业务收入的比例分别为 99.0%、98.8%、99.84%、98.1%和 99.2%。公司的出口销售主要以美元结算,如果人民币长期升值,可能会削弱公司产品价格竞争力,对公司的毛利率产生负面影响,同时影响汇兑损益,进而影响公司的经营业绩。

**主业恢复不达预期风险:** 如果美国进入经济衰退期,消费端可能面临压力,干湿两用吸尘器和小型空压机的收入可能难以实现良好恢复,从而对公司的收入增长产生不利影响。

**新品发展不达预期风险:** 如果护理机器人行业无法实现快速增长,或公司护理机器人无法保持其产品优势,可能导致业务未来发展不达预期。

**原材料价格风险:** 公司的主要原材料包括金属件、塑料件类、钢材类等,原材料价格波动会影响公司的毛利率水平。

**客户集中风险:** 2018-2022 年,公司对前五名客户的销售收入占总营业收入的比例分别为 75.9%、67.7%、70.1%、71.5%和 69.8%,客户集中度较高。如果未来主要客户的需求下降,将对公司的业务规模和业绩产生负面影响。

**贸易摩擦风险:** 公司的出口产品主要销售至欧洲、北美等海外市场,其中对美国地区的销售在 2023 年上半年占主营业务收入的 96.0%。因中美贸易冲突,公司的主要产品(包括干湿两用吸尘器和小型空压机)已被列入美国加征关税清单,关税高达 25%。如果未来中美贸易冲突进一步升级,美国对公司的部分产品增加关税,将会对公司的业绩产生负面影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>991</b>	<b>1,315</b>	<b>1,284</b>	<b>1,379</b>	<b>1,875</b>	<b>2,418</b>	货币资金	228	204	833	975	975	1,029
增长率	32.6%	-2.3%	7.4%	36.0%	29.0%	29.0%	应收账款	161	182	188	273	335	432
<b>主营业务成本</b>	<b>-667</b>	<b>-1,005</b>	<b>-901</b>	<b>-897</b>	<b>-1,205</b>	<b>-1,513</b>	存货	143	215	175	193	246	305
%销售收入	67.3%	76.5%	70.2%	65.0%	64.3%	62.6%	其他流动资产	137	288	476	491	497	502
<b>毛利</b>	<b>324</b>	<b>310</b>	<b>383</b>	<b>482</b>	<b>670</b>	<b>905</b>	流动资产	668	889	1,672	1,931	2,052	2,268
%销售收入	32.7%	23.5%	29.8%	35.0%	35.7%	37.4%	%总资产	75.4%	80.0%	82.1%	75.4%	73.5%	72.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-11</b>	<b>-15</b>	<b>-19</b>	长期投资	28	4	0	0	0	0
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	158	177	193	355	457	553
<b>销售费用</b>	<b>-90</b>	<b>-101</b>	<b>-135</b>	<b>-154</b>	<b>-193</b>	<b>-249</b>	%总资产	17.8%	15.9%	9.5%	13.8%	16.4%	17.8%
%销售收入	9.1%	7.7%	10.5%	11.2%	10.3%	10.3%	无形资产	21	28	114	118	123	128
<b>管理费用</b>	<b>-29</b>	<b>-29</b>	<b>-53</b>	<b>-85</b>	<b>-103</b>	<b>-133</b>	非流动资产	218	222	365	631	741	845
%销售收入	2.9%	2.2%	4.1%	6.2%	5.5%	5.5%	%总资产	24.6%	20.0%	17.9%	24.6%	26.5%	27.1%
<b>研发费用</b>	<b>-25</b>	<b>-35</b>	<b>-53</b>	<b>-73</b>	<b>-94</b>	<b>-121</b>	<b>资产总计</b>	<b>886</b>	<b>1,111</b>	<b>2,037</b>	<b>2,562</b>	<b>2,794</b>	<b>3,113</b>
%销售收入	2.6%	2.6%	4.1%	5.3%	5.0%	5.0%	短期借款	27	2	28	379	310	281
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>174</b>	<b>138</b>	<b>136</b>	<b>158</b>	<b>265</b>	<b>382</b>	应付款项	407	486	403	490	659	827
%销售收入	17.6%	10.5%	10.6%	11.5%	14.1%	15.8%	其他流动负债	27	22	36	61	71	92
<b>财务费用</b>	<b>-22</b>	<b>-16</b>	<b>25</b>	<b>55</b>	<b>14</b>	<b>1</b>	流动负债	461	510	467	930	1,039	1,200
%销售收入	2.2%	1.2%	-1.9%	-4.0%	-0.7%	0.0%	长期贷款	0	52	55	55	55	55
<b>资产减值损失</b>	<b>-5</b>	<b>0</b>	<b>-11</b>	<b>-4</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	其他长期负债	50	60	65	70	92	116
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	511	622	586	1,054	1,187	1,371
<b>投资收益</b>	<b>4</b>	<b>7</b>	<b>21</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>375</b>	<b>489</b>	<b>1,450</b>	<b>1,508</b>	<b>1,607</b>	<b>1,743</b>
%税前利润	2.3%	4.9%	11.8%	5.3%	4.1%	3.0%	其中：股本	137	137	183	183	183	183
<b>营业利润</b>	<b>165</b>	<b>134</b>	<b>181</b>	<b>225</b>	<b>293</b>	<b>398</b>	未分配利润	161	265	317	374	474	609
%营业收入	16.6%	10.2%	14.1%	16.3%	15.6%	16.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>886</b>	<b>1,111</b>	<b>2,037</b>	<b>2,562</b>	<b>2,794</b>	<b>3,113</b>
<b>税前利润</b>	<b>165</b>	<b>133</b>	<b>180</b>	<b>225</b>	<b>293</b>	<b>398</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	16.6%	10.1%	14.0%	16.3%	15.6%	16.5%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>所得税</b>	<b>-28</b>	<b>-17</b>	<b>-18</b>	<b>-34</b>	<b>-44</b>	<b>-60</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	16.8%	13.0%	10.2%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.001	0.847	0.883	1.047	1.365	1.853
<b>净利润</b>	<b>137</b>	<b>116</b>	<b>161</b>	<b>191</b>	<b>249</b>	<b>338</b>	每股净资产	2.740	3.572	7.942	8.256	8.802	9.544
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.491	0.781	0.780	1.189	1.982	2.347
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>137</b>	<b>116</b>	<b>161</b>	<b>191</b>	<b>249</b>	<b>338</b>	每股股利	0.000	0.500	0.700	0.733	0.819	1.112
净利率	13.8%	8.8%	12.6%	13.9%	13.3%	14.0%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	36.52%	23.70%	11.12%	12.68%	15.51%	19.42%
							总资产收益率	15.46%	10.43%	7.92%	7.46%	8.92%	10.87%
							投入资本收益率	35.39%	21.68%	7.93%	6.88%	11.35%	15.55%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	62.56%	32.61%	-2.34%	7.41%	35.97%	28.95%
							EBIT增长率	155.67%	-21.10%	-0.98%	15.98%	67.64%	44.40%
							净利润增长率	133.76%	-15.41%	39.10%	18.57%	30.38%	35.73%
							总资产增长率	63.60%	25.38%	83.28%	25.80%	9.05%	11.43%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	31.7	38.1	38.2	42.0	39.0	39.0
							存货周转天数	59.9	65.0	79.1	80.0	76.0	75.0
							应付账款周转天数	108.9	90.0	93.1	125.0	125.0	125.0
							固定资产周转天数	31.4	49.2	54.4	85.4	76.9	69.6
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-53.54%	-30.70%	-83.11%	-66.08%	-66.27%	-65.90%
							EBIT利息保障倍数	7.9	8.9	-5.5	-2.9	-19.4	-366.8
							资产负债率	57.65%	55.98%	28.79%	41.16%	42.47%	44.02%

来源：公司年报、国金证券研究所；注：截至 2024/4/11


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	2	3
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究