

## 小型空压机与干湿两用吸尘器细分赛道龙头

### 核心观点

- 北美细分赛道龙头供应商，外资背景下诚信企业文化。**公司是国内综合优势领先的空气动力设备和清洁设备制造商之一，控股股东和创始人具有美资背景，拥有独特的诚信、回馈的企业文化。主要产品是小型空压机和干湿两用吸尘器。由于欧美地区独栋房屋较多，居住面积较大，并且人工成本较高，DIY文化盛行，因此是这两类产品的主要消费地区，公司在小型空压机与干湿两用吸尘器细分领域国内出口市场占据一定份额。其中小型空压机中国对美国与加拿大出口量中公司份额稳定 20% 以上。
- 海外家电市场去库接近尾声。**美国海外家电消费逐步复苏，2023 年 9 月起美国电子与家用电器店零售销售额基本实现正向增长。从库销比及同比来看，库存依然处于低位，同时库存环比逐渐走高，或预示着北美零售渠道出现补库存的信号。美国成屋销售增速与长端抵押贷款利率整体呈反方向变动，抵押贷款利率近月高位回落，突破临界值后有望推动购房需求的提升，有望带动房地产下游工具类产品销售回升。
- ODM、品牌授权、自主品牌多方式运营，创新布局护理机器人。**公司主要客户包括劳氏、沃尔玛、家得宝等北美龙头零售商，公司通过为其自有品牌 ODM 代工模式进入当地市场，并与客户建立了深度合作，结合品牌授权和自有品牌不同模式向客户销售，建立起较高的渠道壁垒。在生产端公司通过 IPO 募投项目扩展产能，并在海外投产减小中美贸易摩擦影响。同时公司在中国老龄化的背景下，立足核心电机技术，在产品上创新研发了老年护理机器人，目前已取得中、日等国认证，实现小批量生产销售。

### 盈利预测与投资建议

公司是小型空压机与干湿两用吸尘器的出口龙头公司，在深化与客户合作与开拓新市场的逻辑下收入规模与净利润有望得以提升。预计 2024-2026 年归母净利润为 2.20 亿、2.90 亿、3.87 亿，根据可比公司 2024 年平均估值，我们给予公司 24 年 21 倍 PE，对应目标价 25.20 元，首次给予“买入”评级。

### 风险提示

客户集中度较高风险、贸易摩擦风险、汇率变动风险、原材料价格变动风险

### 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,284	1,216	1,603	2,071	2,677
同比增长(%)	-2.3%	-5.3%	31.8%	29.2%	29.3%
营业利润(百万元)	181	212	259	342	455
同比增长(%)	34.9%	17.4%	22.2%	31.7%	33.2%
归属母公司净利润(百万元)	161	175	220	290	387
同比增长(%)	39.1%	8.4%	25.8%	31.8%	33.3%
每股收益(元)	0.88	0.96	1.20	1.59	2.12
毛利率(%)	29.8%	35.8%	35.4%	35.4%	35.4%
净利率(%)	12.6%	14.4%	13.7%	14.0%	14.4%
净资产收益率(%)	16.6%	11.9%	13.7%	15.5%	17.5%
市盈率	24.1	22.2	17.7	13.4	10.1
市净率	2.7	2.6	2.2	1.9	1.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（首次）
股价（2024年06月14日）	21.29元
目标价格	25.20元
52周最高价/最低价	23.71/11.18元
总股本/流通A股（万股）	18,261/4,787
A股市值（百万元）	3,888
国家/地区	中国
行业	家电
报告发布日期	2024年06月16日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	9.4	-5.38	26.32	33.76
相对表现%	10.31	-2.22	26.9	42.11
沪深300%	-0.91	-3.16	-0.58	-8.35



### 证券分析师

周振 zhouzhen@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860523070002

### 联系人

路天奇 lutianqi@orientsec.com.cn

## 目录

北美细分赛道核心供应商 .....	5
小型空压机与干湿两用吸尘器在欧美地区使用广泛 .....	8
小型空压机 .....	8
干湿两用吸尘器 .....	11
海外家电市场去库接近尾声 .....	12
ODM、品牌授权、自主品牌多方式运营，创新布局护理机器人 .....	14
多模式销售结合深度研发构建渠道与产品壁垒 .....	14
立足主业，布局护理机器人领域 .....	18
盈利预测与投资建议 .....	20
盈利预测 .....	20
投资建议 .....	20
风险提示 .....	21

## 图表目录

图 1: 公司主营产品	5
图 2: 公司授权品牌	6
图 3: 截至 2023 年公司股权结构	6
图 4: 营业总收入与同比增长率	7
图 5: 归母净利润及同比增长率	7
图 6: 公司毛利率与净利率	7
图 7: 公司费用率	7
图 8: 分品类收入占比	8
图 9: 分地区收入占比	8
图 10: 空压机分类	8
图 11: 小型空压机应用场景	9
图 12: 气动工具行业全球市场规模及增速	9
图 13: 2019 年气动工具行业分地区市场占比	10
图 14: 2019 年全球气动行业竞争格局	10
图 15: 动力工具行业主要经销商	11
图 16: 各地区清洁电器销售额占比（除中国大陆）	11
图 17: 不同清洁电器品类	12
图 18: 美国宠物拥有率	12
图 19: 2018 年美国地面装饰材料比例	12
图 20: 美国电子和家用电器店销售额及增速（百万美元）	13
图 21: 美国电子和家用电器店库存及库销比（百万美元）	13
图 22: 中国家电出口金额及增速	13
图 23: 中国空气泵及空压机出口金额及增速	14
图 24: 中国真空吸尘器出口金额及增速	14
图 25: 不同销售模式对比	14
图 26: 不同销售模式收入占比	14
图 27: 不同销售模式毛利率	14
图 28: 前 5 大客户收入占比	15
图 29: 公司各授权品牌收入占比	15
图 30: 公司各授权品牌商标使用费及占收入比（万元）	16
图 31: 研发费用及占收入比	16
图 32: 小型空压机中高低端产品占比	17
图 33: 干湿两用吸尘器中高低端产品占比	17
图 34: 公司主要产品产量及产销率（万台）	17

图 35: 公司 IPO 募投项目.....	17
图 36: 65 岁以上人口数量占比.....	18
图 37: 护理机器人产品特点.....	18
图 38: 护理机器人功能介绍.....	18
图 39: 护理机器人销售金额及数量.....	19
图 40: 可比公司估值.....	21

## 北美细分赛道核心供应商

公司是国内综合优势领先的空气动力设备和清洁设备制造商之一，主营业务是空气动力设备和清洁设备的研发、生产和销售，主要产品是小型空压机和干湿两用吸尘器。公司自成立以来主要经历了三个阶段

- 1、业务拓展期（2009-2012）：**公司成立以来专注小型空压机和干湿两用吸尘器的研发、生产和销售，并确立了以海外零售商为主要目标市场的经营策略。经过前期的拓展，公司开始获取海外零售商小规模订单并进行试生产，并逐渐与 Canadian Tire Corporation、Walmart、Costco、Menards 建立业务合作关系。
- 2、快速发展期（2013-2017）：**公司开始组建专业化的研发团队，逐步掌握电机等核心技术，实现了从概念研究到规模化生产的全过程研发，成为国内为数不多的同时专业生产小型空压机和干湿两用吸尘器企业之一。公司对 Lowe's、The Home Depot 等国际知名零售商销售订单开始放量增长，并逐渐建立了稳定的业务合作关系。与此同时，公司先后获得了 Stanley Black&Decker 关于 Stanley、Porter Cable 等系列品牌的授权，并通过品牌授权模式持续开拓 Walmart、Costco 等主要客户市场。至此，公司确立了以境外知名零售商为主要产品市场，以品牌授权和 ODM 为主要销售模式的业务模式。
- 3、业务跨越发展期（2018 至今）：**公司开始将产品结构向中高端发展。小型空压机方面，公司研究开发了高端静音机产品，该类产品提高了公司产品竞争力和产品附加值，公司小型空压机产品结构逐渐从普通空压机向静音型空压机转换。干湿两用吸尘器方面，公司产品研发与设计技术获得了 Stanley Black&Decker 认可，公司推出了高端品牌 Dewalt 系列产品，该系列产品销量呈现快速增长，公司干湿两用吸尘器产品结构逐渐从 Stanley 品牌系列向 Dewalt 等高端品牌系列转换。与此同时，公司通过创立自主品牌“STEALTH”、“ALTON”、“欧圣”并开始尝试向 OBM 模式转变，扩大自主品牌在终端市场的影响力。

图 1：公司主营产品

主要产品	产品系列	工作原理	产品特点	主要应用领域
小型空压机	家用（100余种型号）	通过活塞在气缸内的往复运动将机械能转换成气体压力而储存于罐体内，然后通过阀门元件对外提供空气动力	功率:0.3hp-1.5hp最大工作压力:100psi-150psi 流量：0.5-4.0cfm@90psi连接:气钉枪、充气枪、气动扳手、棘轮扳手等	家庭装修装饰、汽车维修等
	商用（50余种型号）		功率:1.5hp-2.5hp最大工作压力:150psi-225psi流量4.0-6.0cfm@90psi连接:气钉枪、充气枪、气动扳手、棘轮扳手、黄油枪、喷枪、切割机、砂轮机	建筑、装饰、汽车维修、小型制造加工等
干湿两用吸尘器	家用（150余种型号）	通过动叶轮在电机的带动下高速运转，尘桶内的空气被排出，桶内形成一定的负压，桶外空气通过软管向桶内流动吸取尘屑、污水	功率:600-1200W 吸力:4KPa-16KPa 流量40cfm-85cfm	家庭室内室外清洁、车内清洁等
	商用（20余种型号）		功率:1000-1500W 吸力:13KPa-23KPa 流量90cfm-150cfm	汽车维修店、酒店、超市等工作场所清洁

数据来源：公司公告，东方证券研究所

**公司累积了长期稳定的客户资源。**公司凭借多年的专业研发和设计能力积累了稳定的客户渠道和资源，目前成为了全美和加拿大前十大机电连锁超市的知名供应商。获得了工具行业国际知名品

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

牌 Stanley、Stanley Fatmax、Porter Cable、Dewalt、Craftsman、Black&Decker、Briggs&Stratton 的授权，并与 The Home Depot、Lowe's、Walmart、Canadian Tire Corporation、Costco、Menards、Harbor Freight Tools 等世界知名零售商建立了长期稳定的合作关系。公司深受客户认可，曾获得 Lowe's 颁发的最佳供应商奖和最佳创新奖。

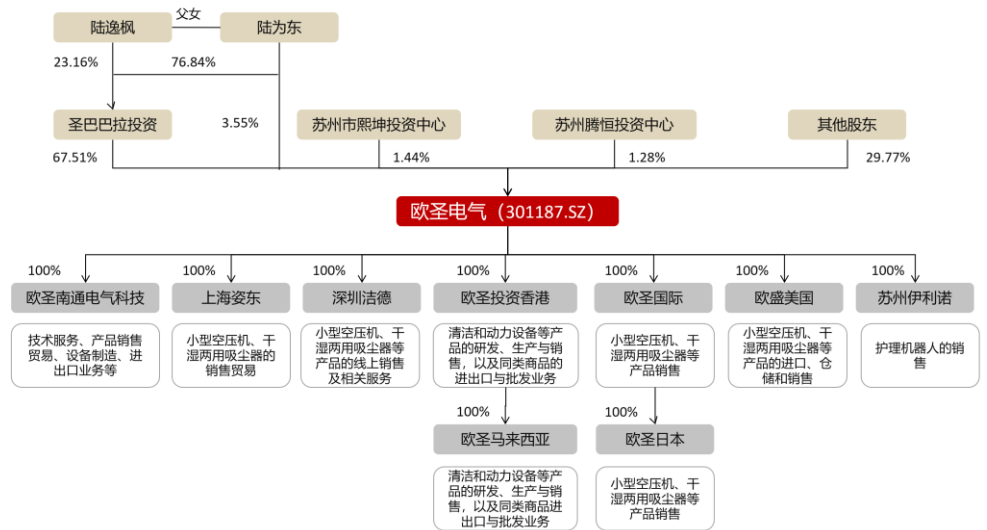
图 2：公司授权品牌

序号	品牌	授权产品	品牌授权商
1	Stanley	干湿两用吸尘器	美国史丹利百得(Stanley Black&Decker)公司,创办于 1843年,总部设在美国康涅狄格州,主要生产手工工具、电动工具及相关配件、工程紧固系统,提供机械入口方案和电子安全方案。旗下拥有Stanley、Dewalt Porter Cable、Black&Decker 等多个品牌。
2	Stanley Fatmax		
3	Porter Cable		
4	Dewalt		
5	Black&Decker		
6	Craftsman		
7	Dewalt		
8	Craftsman		
9	Briggs&Stratton	小型空压机	美国百力通(Briggs&Stratton)公司,创办于 1908年,总部设在美国威斯康辛州,主要生产和销售户外动力设备用发动机、高压清洗机、扫雪机、割草机、电动及气动工具。旗下拥有Briggs&Stratton、Vanguard、Snapper等多个电动及气动工具、发动机品牌。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

**公司股权稳定。**公司创始人陆为东与其女陆逸枫为公司共同实际控制人。截至 2023 年 12 月 31 日，陆为东直接持有公司 3.55% 的股份，并通过圣巴巴拉投资与其女陆逸枫间接持有公司 67.51% 的股份，共计持有公司 71.06% 的股份。

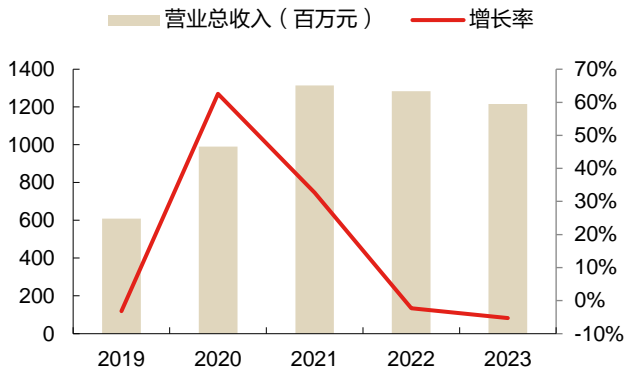
图 3：截至 2023 年公司股权结构



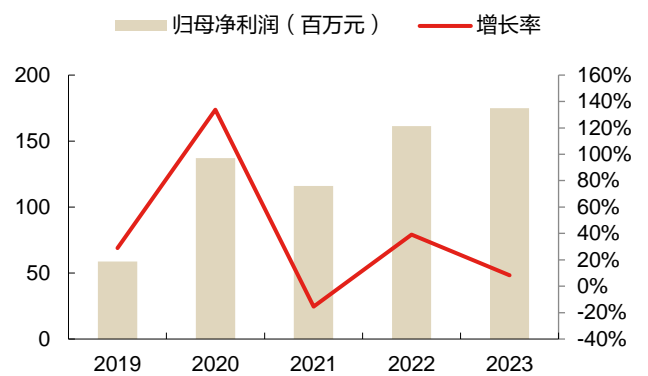
数据来源：公司公告，东方证券研究所

**外资背景下形成诚信、回馈的企业文化。**公司控股股东和实际控制人具有美资背景，倡导诚信、回馈的经营理念，融合东西方管理智慧和精髓，形成了自己独特的企业文化。公司拥有“公平、公正、共治、共享”的价值观，并以“诚实、信任、效率、回馈”作为行为准则。公司对下游客户和上游供应商同样遵循诚信、回馈的行为准则，并获得国际主流客户的一致认可。

**公司收入与业绩复合增速较高。**公司收入增速总体较快，2022 与 2023 年受欧美市场需求疲软，下游销售渠道持续去库存的压力，营业收入略有下滑。公司 2019-2023 年 CAGR 为 14.81%，2023 年实现收入 12.16 亿元，同比下滑 5.27%，实现归母净利润 1.75 亿元，同比增长 8.43%，2019-2023 年 CAGR 为 31.41%，23 年收入下滑，归母净利润实现增长主要原因系公司销售产品结构优化，毛利率显著提高。

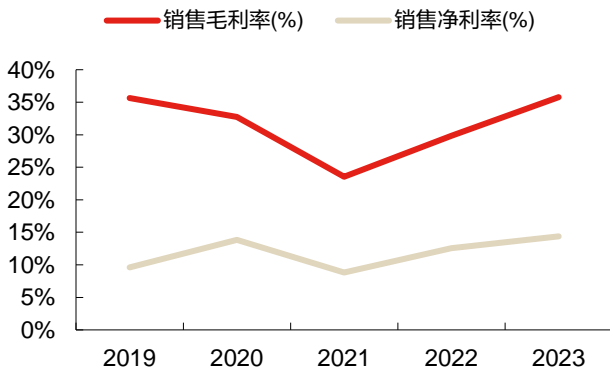
**图 4：营业总收入与同比增长率**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

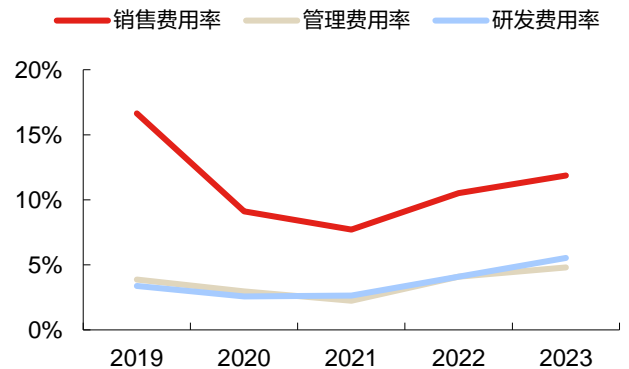
**图 5：归母净利润及同比增长率**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**公司盈利能力略有波动。**2020 年由于会计准则调整，将运输与关税从销售费用变为了营业成本，毛利率有所下滑。2021 年受海运价格上涨、原材料价格波动与美国关税加征影响毛利率同比下滑 9.2pct 至 23.5%，净利率同比下滑 5pct 至 8.8%。2023 年随着原材料成本压力下降，产品结构提升等原因，公司毛利率与净利率恢复至 35.78% 与 14.38%。公司持续投入研发，开拓市场销售费用率与研发费用率略有上涨，2023 年销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 11.86%、4.28%、5.53%。

**图 6：公司毛利率与净利率**


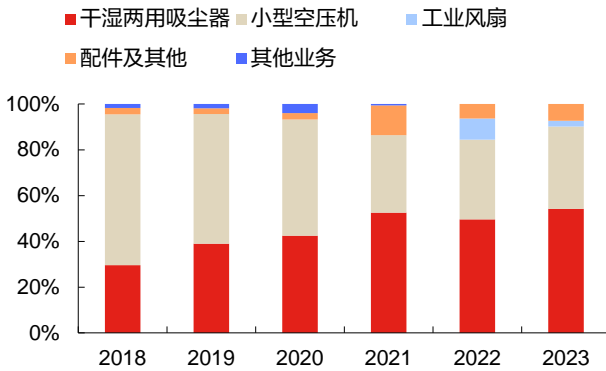
数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 7：公司费用率**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

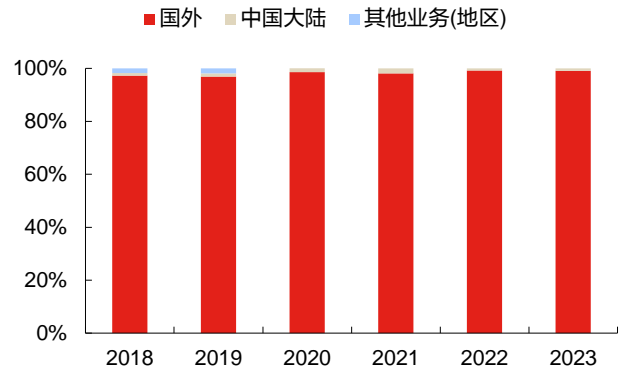
公司主营小型空压机与干湿两用吸尘器，收入主要来源于海外。从品类来看，公司主营干湿两用吸尘器与小型空压机两大产品。2023 年小型空压机和干湿两用吸尘器营收占比分别为 35.87%、53.70%，二者合计占比近年来有所降低，主要由于公司不断拓展产品品类目前已发展出护理机器人和工业风扇等新品类。从地区来看，公司收入主要来自海外，2018-2023 年公司外销收入占比均在 99%左右，其中美国和加拿大是公司最重要销售市场。

图 8：分品类收入占比



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 9：分地区收入占比



数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 小型空压机与干湿两用吸尘器在欧美地区使用广泛

### 小型空压机

**空压机运用场景广泛。**空气压缩机是一种用以压缩气体的设备，能将电机的机械能转换成气体压力能，主要用于为轻工制造、矿山、电子、机械制造、电力、冶金、医药、食品、石油及化工、建筑装饰装饰、汽车维修等行业提供空气动力。按照工作原理可以主要分为活塞式空压机、螺杆式空压机、滑片式空压机、离心式空压机、涡旋式空压机，其中活塞式空压机与螺杆式空压机在市场上应用较为广泛。公司主要产品为活塞式空压机。

图 10：空压机分类

分类依据	种类
工作原理与结构	活塞式空压机
	螺杆式空压机
	滑片式空压机
	离心式空压机
	涡旋式空压机
工作压力等级	低压空压机 (排气压力 $\leq 1.3\text{MPa}$ )
	中压空压机 (排气压力 $1.3 \sim 4.0\text{Mpa}$ )
	高压空压机 (排气压力 $4.0 \sim 40\text{Mpa}$ )
机器是否移动	固定式空压机
	移动式空压机

数据来源：智研咨询，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



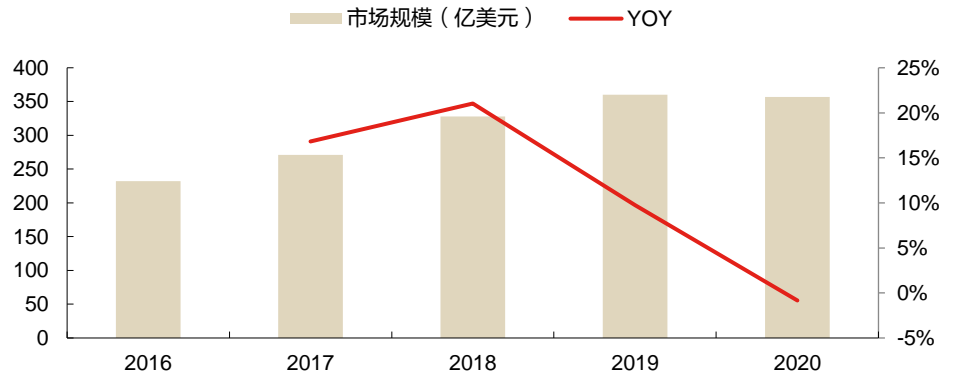
图 11：小型空压机应用场景



数据来源：公司公告，东方证券研究所

气动工具行业全球市场稳健增长。从大的工具行业分类来看主要包括了动力工具、户外动力工具（OPE）、手工工具等品类，而按照动力来源划分又可以分为电动工具、气动工具和其他动力工具。小型空压机行业是气动工具的动力元件，是气动工具获取压缩空气的能源装置，因此小型空压机行业与气动工具行业有较高的关联程度，根据华经研究院的数据，气动工具行业全球市场规模从 2016 年的 232 亿美元增长到 2020 年 357 亿美元。

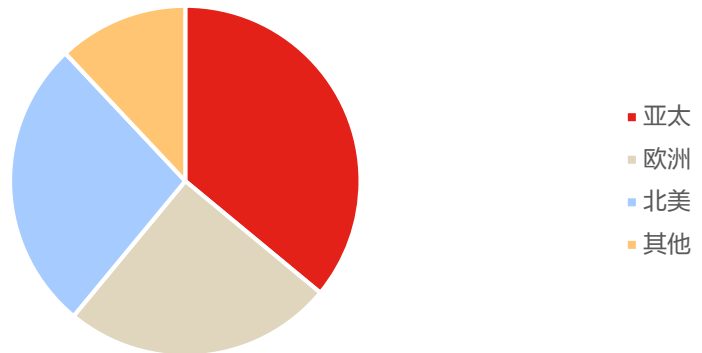
图 12：气动工具行业全球市场规模及增速



数据来源：华经研究院，东方证券研究所

**欧美地区气动工具全球市场份额占比超 50%**。而在地域上来看，由于欧美地区人均收入较高，人均房屋居住面积较大，并且许多家庭房屋为独栋房屋。外加人口密度低，劳动力成本高，汽车保有量高等因素，欧美市场 DIY 文化盛行，家庭通常选择购买工具自己维修房屋与汽车。根据华经研究院数据显示，2019 年全球气动工具行业北美地区占比 27.3%。欧洲地区占比 25%，合计超过全球市场 50%。而亚太地区由于中国、印度等国家汽车工业蓬勃发展带动了气动工具行业的需求，亚太地区在 2019 年占据了气动工具 36% 的市场份额，已成为全球最大的气动工具市场。

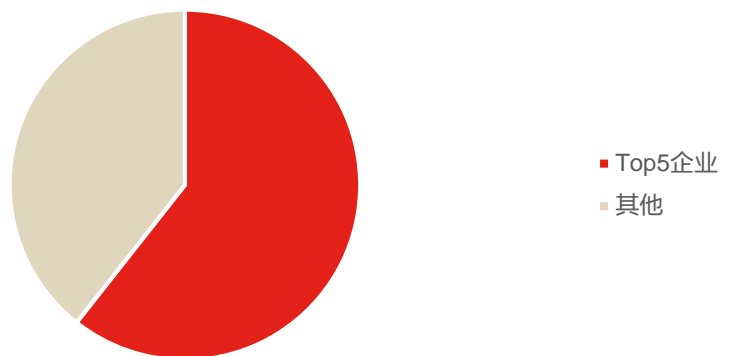
图 13: 2019 年气动工具行业分地区市场占比



数据来源：华经研究院，东方证券研究所

**气动工具市场集中度较高**。气动工具起源于西方国家，欧洲及北美五金工具龙头企业发展历史悠久，在气动工具领域优势明显，龙头企业凭借技术研发优势以及规模生产优势不断扩张市场，市场份额持续提升，目前，史丹利百得、阿特拉斯·科普柯等五金工具头部企业占据全球气动工具市场较大份额。据市场调研机构 MarketWatch 统计数据显示，目前，全球气动工具行业集中度相对较高，2019 年，全球气动工具前五企业合计市场份额占比为 60.62%。

图 14: 2019 年全球气动行业竞争格局



数据来源：前瞻研究院，东方证券研究所

**工具类产品经销渠道壁垒较高**。在销售渠道中，全球头部工具企业经销渠道差异化较小，均为历史悠久、行业地位高、连锁点数量多的大型线下商超或电商龙头，能较为容易地触及终端消费者。而该类经销商例如家得宝、劳氏、Costco 等渠道仅接受头部品牌入驻，因此渠道销售是公司竞争力的重要体现之一。

图 15: 动力工具行业主要经销商

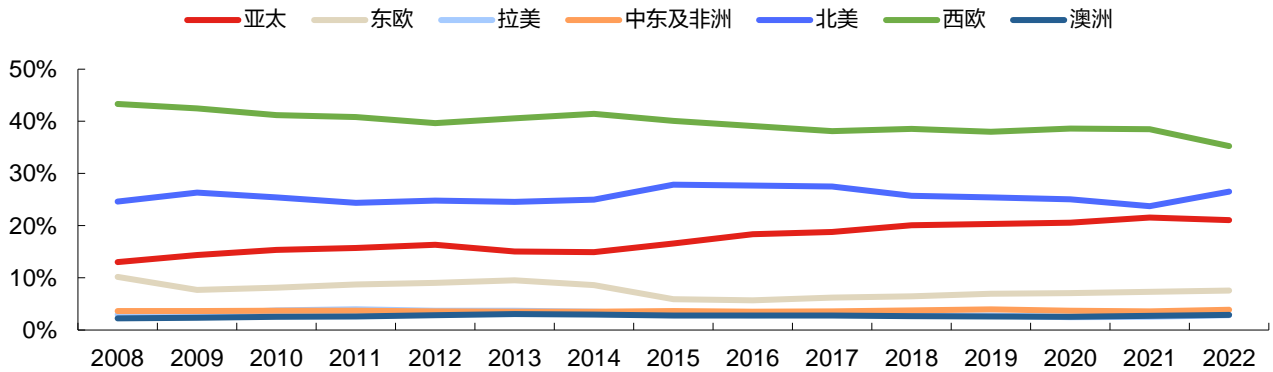
公司	2023年店铺数量	2023年营业收入(亿美元)
The Home Depot (家得宝)	2322	1527
Lowe's (劳氏)	1746	863.8
Walmart (沃尔玛)	10500	6481
Carrefour (家乐福)	12225	1010
Costco (开市客)	871	2423
Amazon (亚马逊)	-	5748

数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所

## 干湿两用吸尘器

**海外清洁电器市场广阔。**清洁电器具备在不同程度上解放劳动力的懒人属性，成熟的清洁电器有望成为类似洗衣机的家庭标配电器。根据欧睿国际数据显示，2022 年海外清洁电器市场规模达 235.37 亿美元，分地区来看，各地区市占率相对平稳，西欧和北美地区依旧是主要的清洁电器消费地区，2022 年市场规模分别达到 82.98 亿与 62.45 亿美元。排除中国大陆市场影响后，西欧和北美销售额占比分别为 35%、27%，位列前二。

图 16: 各地区清洁电器销售额占比 (除中国大陆)



数据来源: 欧睿国际, 东方证券研究所

**干湿两用吸尘器应用场景广泛。**在清洁电器中主要包括桶式吸尘器、卧式吸尘器、立式吸尘器、推杆式吸尘器、扫地机器人及洗地机等不同品类。公司主营的干湿两用吸尘器属于桶式吸尘器的一种，因干湿两用、容量大、能吸附大介质等特性，适用于家庭车库、修理间、厨房、洗手间等空间，也尤其适用于养宠物的家庭，用于吸洒落的面粉、瓜皮果屑、玻璃碎渣、动物毛发等。除了家庭领域，汽车维修店、酒店、超市、办公写字楼、保洁公司等商用场所每年也会产生大量的换购需求。

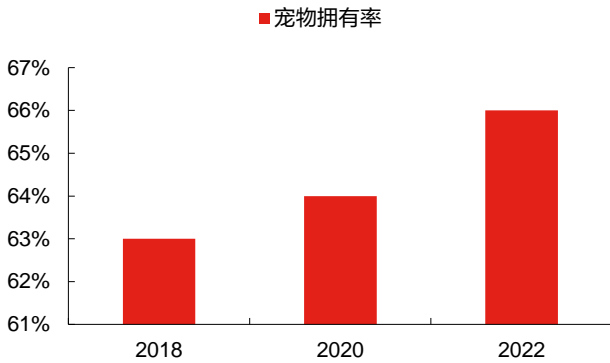
图 17: 不同清洁电器品类

清洁电器主要产品形态						
	桶式吸尘器	卧式吸尘器	立式吸尘器	推杆式吸尘器	扫地机器人	洗地机
样例						
特点	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 体积大、吸力强，可吸附大介质</li> <li>• 可干湿两用</li> <li>• 多为电源式，使用寿命长</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 体积较大，吸力仅次于桶式吸尘器</li> <li>• 多数只用于吸附干垃圾</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 体积较小，可直立放置或在墙面挂靠</li> <li>• 多数只用于吸附干垃圾</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 体积小，可直立放置或在墙面挂靠</li> <li>• 多数只用于吸附干垃圾</li> <li>• 可搭配不同的刷头</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 单机体积小，扫拖一体</li> <li>• 基站具备自动集尘、自清洁等功能</li> <li>• 自动导航、避障</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 体积较小，可直立放置或在墙面挂靠</li> <li>• 吸拖一体，在除尘的同时解决拖地问题</li> </ul>
适用场景	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 住宅面积较大的家庭(环境复杂的家庭车库、修理间、厨房、洗手间等)</li> <li>• 地毯和硬质地面</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 住宅面积较大的家庭室内地面清洁(环境简单的客厅卧室等)</li> <li>• 地毯和硬质地面</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 住宅面积中等的家庭室内地面清洁(环境简单的客厅卧室等)</li> <li>• 地毯和硬质地面</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 住宅面积中等或较小的家庭室内地面及沙发、床铺、键盘等</li> <li>• 地毯和硬质地面</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 住宅面积中等或较小的家庭室内地面(环境简单的客厅卧室等)</li> <li>• 地毯和硬质地面</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 住宅面积中等或较小的家庭室内地面</li> <li>• 瓷砖、地板等硬质地面</li> </ul>

数据来源: 公司官网, 东方证券研究所

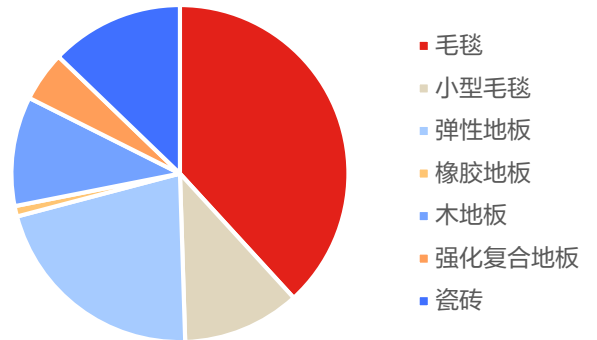
干湿两用吸尘器适用于欧美的生活环境。由于北美地区家庭住宅主要以独栋别墅为主，户均住房面积较大，并且地毯覆盖率高，根据海象新材招股书显示美国地区毛毯覆盖率约 50%，同时宠物保有量高，约 66%的家庭拥有宠物，居住环境更容易产生灰尘与毛发，因此对清洁电器要求比较高，尤其是可以吸附大介质的干湿两用吸尘器在欧美更为广泛。

图 18: 美国宠物拥有率



数据来源: APPA, 东方证券研究所

图 19: 2018 年美国地面装饰材料比例



数据来源: 海象新材招股书, 东方证券研究所

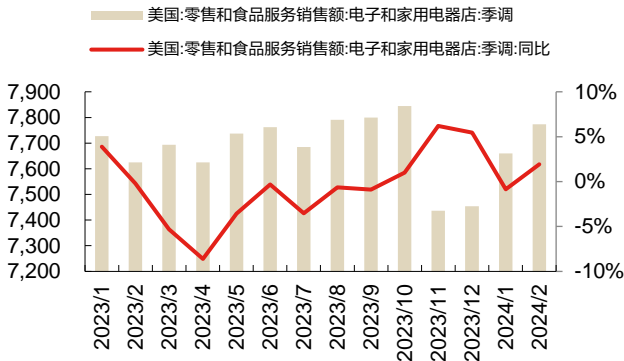
## 海外家电市场去库接近尾声

美国海外家电消费逐步复苏。根据美国统计局数据，美国电子与家用电器店零售销售额自 2023 年 4 月起跌幅总体不断收窄，在 2022 年较低基数与海外消费复苏的共同作用下，2023 年 9 月起电子与家用电器店零售销售额基本实现正向增长。而自 2022 年欧美家电零售商积极去库存，库存销

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

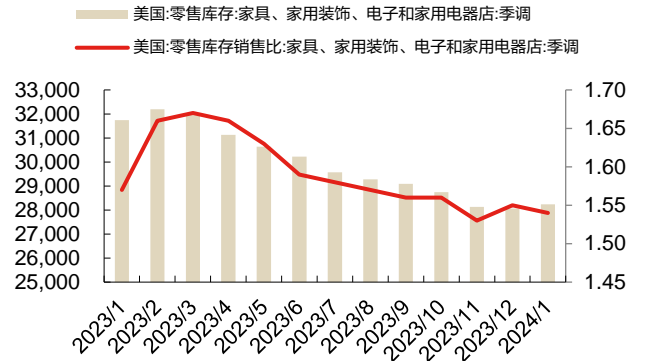
售比维持低位的背景下，美国家电店的库存环比时隔 10 个月后再次走高，2024 年 1 月美国家具电子家电店的零售库存环比提升 0.6%，但同比下降 11.1%，零售库存销售比为 1.54，虽然零售库存环比有所提升，但从库销比及同比来看，库存依然处于低位，同时库存环比逐渐走高，或预示着北美零售渠道出现补库存的信号。

图 20：美国电子和家用电器店销售额及增速（百万美元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

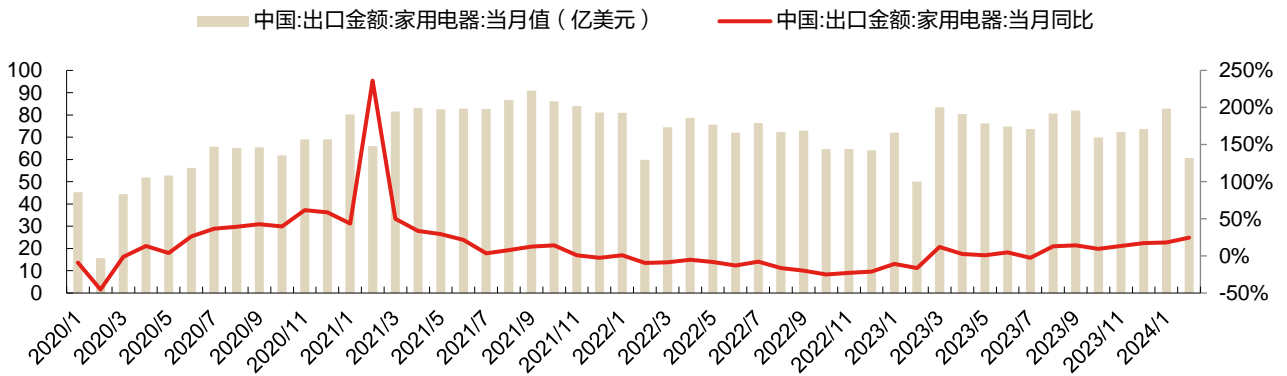
图 21：美国电子和家用电器店库存及库销比（百万美元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

**中国家电出口不断回暖。**2024 年 2 月中国家电出口金额 60.74 亿美元，同比增长 24.50%。1-2 月家电累积出口金额 143.50 亿美元，同比增长 17.59%，家电出口景气度从 23 年年中不断提升，我们预计 24 年上半年在欧美持续补库与 23 年上半年低基数的共同作用下，家电出口依旧能维持较好增长。

图 22：中国家电出口金额及增速

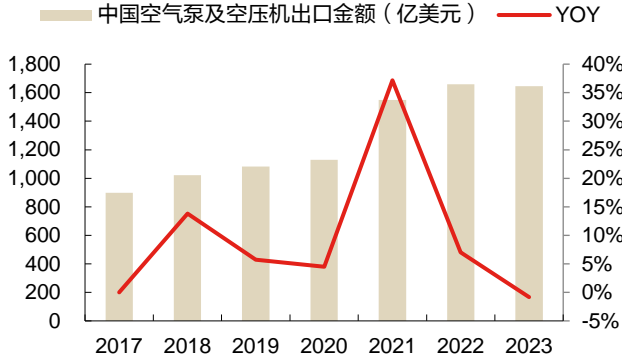


数据来源：海关总署，东方证券研究所

**中国是空压机与吸尘器的主要生产国家。**从具体品类来看，由于国内生产成本较低，中国是吸尘器与空压机主要的生产国家。跨国小型空压机品牌企业纷纷将生产制造环节转移至中国，根据海关总署数据显示，2017-2023 年中国空气泵及空压机出口呈总体上升的态势，2023 年中国空气泵及空压机出口金额达 1644 亿美元，同比下降 0.83%。真空吸尘器受 2022 年海外库存较高影响有较大程度下滑，2023 出口金额达 66 亿美元，2023 年出口增速逐步恢复。

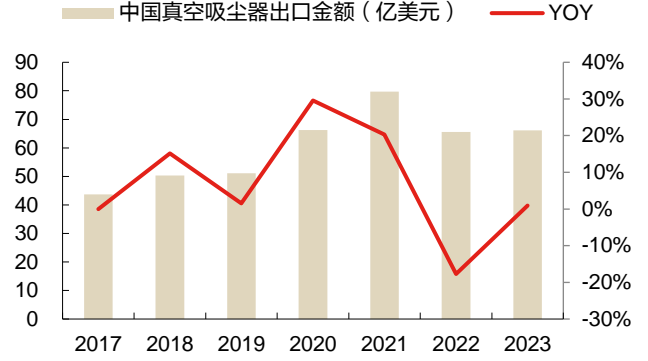
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 23: 中国空气泵及空压机出口金额及增速



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 24: 中国真空吸尘器出口金额及增速



数据来源: Wind, 东方证券研究所

## ODM、品牌授权、自主品牌多方式运营，创新布局护理机器人

### 多模式销售结合深度研发构建渠道与产品壁垒

公司销售模式多样。公司采取 ODM、品牌授权、OEM、OBM 多样化混合销售模式，2023 年公司四种模式营收分别占比 50.95%、42.86%、2.68%、3.34%。在 ODM 模式下公司根据客户产品概念独立进行品牌设计，并根据 ODM 客户订单进行生产和销售，目前小型空压机产品主要依靠 ODM 模式销售，而干湿两用吸尘器主要以品牌授权模式销售，在该模式下，公司与品牌授权商签署商标使用权协议，向品牌授权方支付商标许可使用费用，由公司主导产品开发设计并自行选择渠道进行销售。

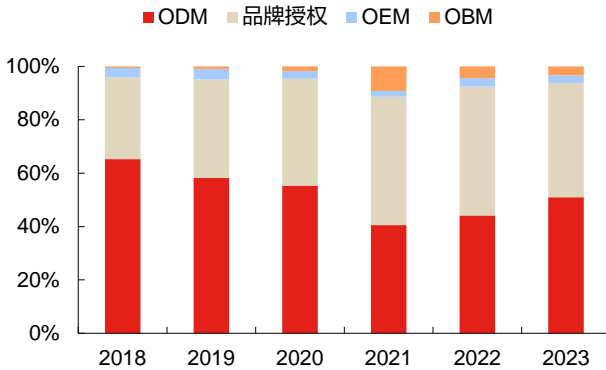
图 25: 不同销售模式对比

销售模式类别	产品研发设计	产品生产	终端产品品牌	销售渠道	举例
ODM	由公司主导，公司为 ODM 合作方提供产品配置表、设计图纸并经合作方确认	根据 ODM 客户订单进行生产	ODM 合作方品牌	销售给 ODM 零售商	公司将研发设计的静音型小型空压机以境外知名零售商 Lowe's 的 Kobalt 品牌向其销售
品牌授权	由公司主导，公司向品牌授权方反馈设计的授权品牌的产品方案，并经品牌授权方认可	根据公司自有销售渠道订单进行生产	品牌授权方品牌	公司自有独立销售渠道，包括知名零售商、亚马逊平台	公司将研发设计的 DIY 系列干湿两用吸尘器，以授权的 Stanley 品牌向境外知名零售商 Walmart 等公司销售，同时公司向品牌授权方支付一定的品牌授权费用
OEM	由 OEM 合作方主导设计，OEM 合作方向公司提供产品图纸	根据 OEM 客户订单进行生产	OEM 合作方品牌	销售给 OEM 合作方	公司根据境外知名工具品牌商 Stanley Black&Decker 设计方案为其生产 Dewalt 品牌电池包系列干湿两用吸尘器并向其销售
OBM	公司自主设计产品	根据公司自有销售渠道订单进行生产	公司自有品牌	公司自有独立销售渠道，包括知名零售商、亚马逊平台	公司将研发设计的干湿两用吸尘器，以自有品牌 Stealth 向境外知名零售商 Walmart 等公司销售

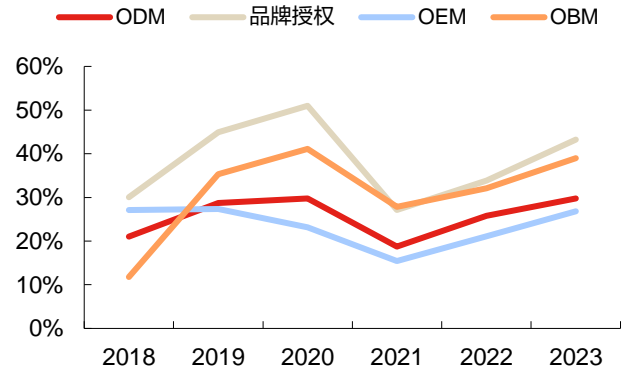
数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 26: 不同销售模式收入占比

图 27: 不同销售模式毛利率



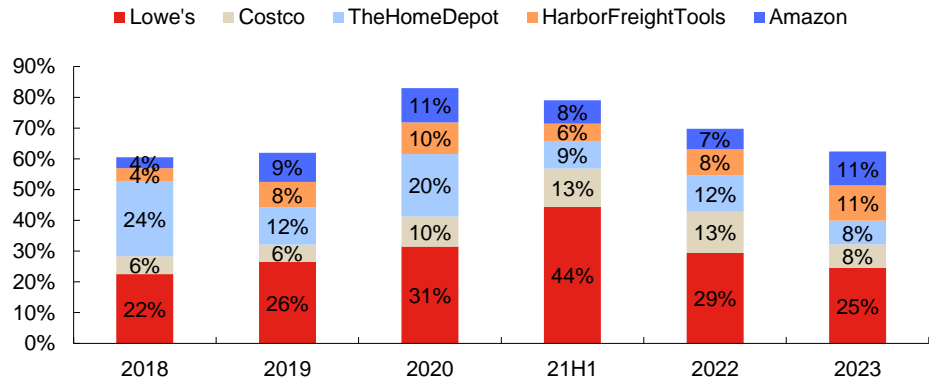
数据来源：公司公告，东方证券研究所



数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司通过 ODM 与客户建立良好的合作关系。公司 ODM 客户主要包括 Walmart、TheHomeDepot、Lowe's、Menards 等北美知名零售商，各自拥有自有品牌与终端销售渠道，公司为零售商的自有品牌以 ODM 的模式代工，并在长期经营中与北美零售商建立了稳定良好的合作关系，形成了较高的渠道壁垒，公司集中大客户战略，前 5 大客户主要是 Lowe's、家得宝、Harbor Freight Tools、Costco 与亚马逊，客户集中度较高。其中 2023 年公司前三大客户分别是美国著名零售商 Lowe's、Harbor Freight Tools 和亚马逊，其收入贡献占比分别为 24.60%、11.40%、11.10%。

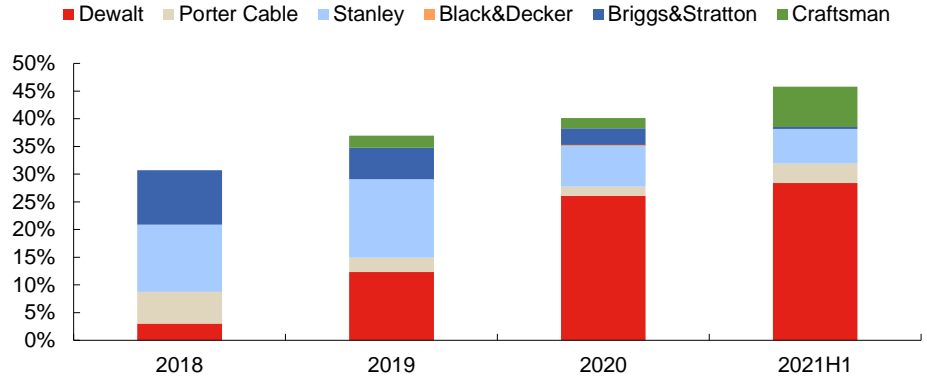
图 28: 前 5 大客户收入占比



数据来源：公司公告，东方证券研究所

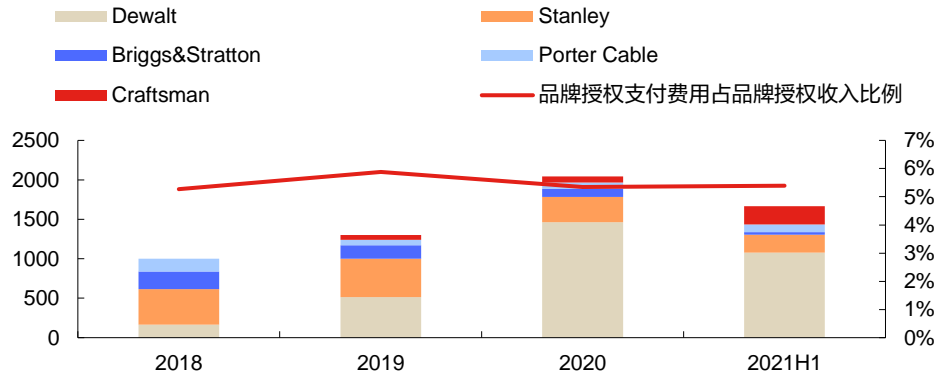
品牌授权销售为公司跨越品牌壁垒。小型空压机与干湿两用吸尘器在欧美地区发展历史较长，居民消费认知较为固定，习惯于购买有较高品牌知名度的产品，因此在海外市场拥有一定的品牌壁垒，公司通过和知名品牌商深度合作，在付费获得品牌授权后将产品销售给零售商或者终端客户。在干湿两用吸尘器方面取得了史丹利百得旗下的 Dewalt、PorterCable、Stanley、Black&Decker 和 Craftsman 等知名品牌授权；小型空压机方面，公司取得了 Craftsman、Dewalt 和 Briggs&Stratton 旗下 QuietPowerTechnology 等知名品牌授权。其中公司第一大品牌授权商史丹利百得是世界工具制造品牌龙头，2021 年 H1 对公司收入占比达 45.5%。

图 29: 公司各授权品牌收入占比



数据来源：公司公告，东方证券研究所

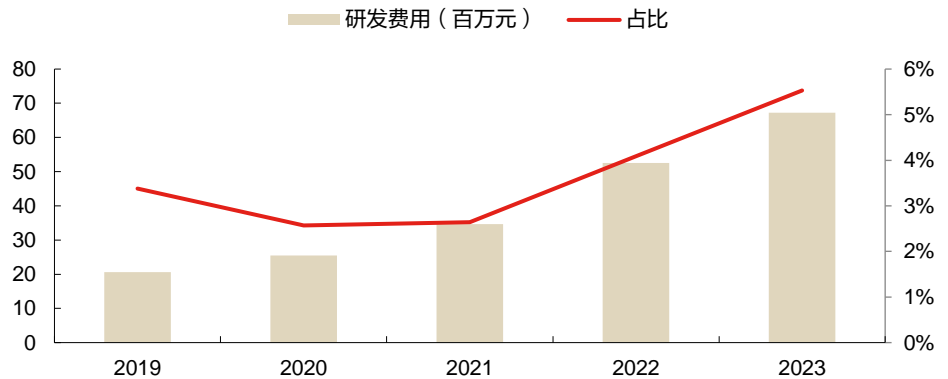
图 30: 公司各授权品牌商标使用费及占收入比 (万元)



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**公司研发能力不断提升。**自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。公司研发投入不断加大，2023 年研发费用 6725 万元，占收入比 5.53%。截至 2023 年末，公司拥有 94 项发明专利，141 项实用新型专利，92 项外观设计专利。目前已经掌握了空压机降噪技术、机械冲击及外部空气反冲之过滤器自清洁技术等多种空压机和干湿两用吸尘器生产制造核心技术。公司每年推出数十种新款产品，自主研发的超静音技术全球领先。

图 31: 研发费用及占收入比

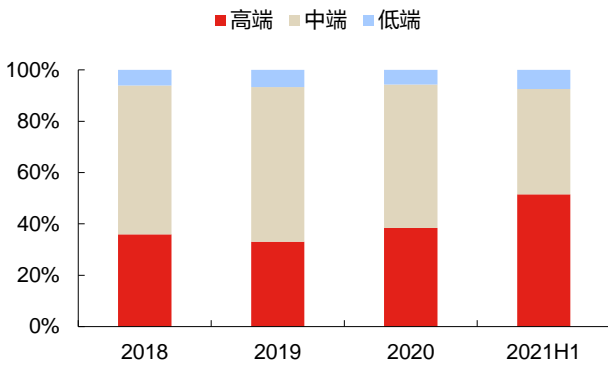


数据来源：公司公告，东方证券研究所



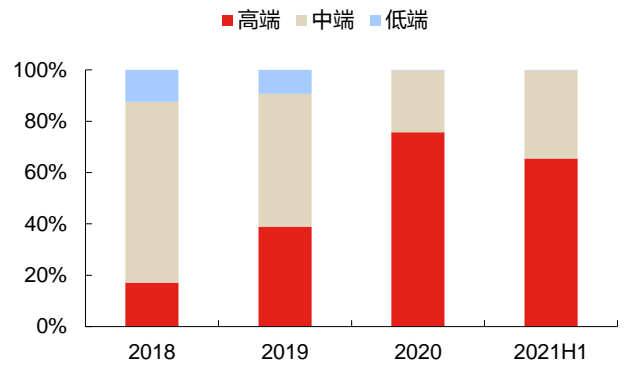
**公司产品结构不断升级。**公司产品结构自 2018 年起由较为低端的低加仑逐步向高端的 Dewalt 转换，目前公司拥有“便携手推式小型空压机”、“低噪音电控空压机”、“大功率静音干湿两用吸尘器”、“防静电吸尘器”等江苏科技厅认定的节能低噪音的高新技术产品，2021 年 H1 公司干湿两用吸尘器和小型空压机的中高端产品销售收入占比分别为 99.8%与 92.6%，未来随着公司技术累积不断加深，产品高端化将进一步延续。

图 32：小型空压机中高端产品占比



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

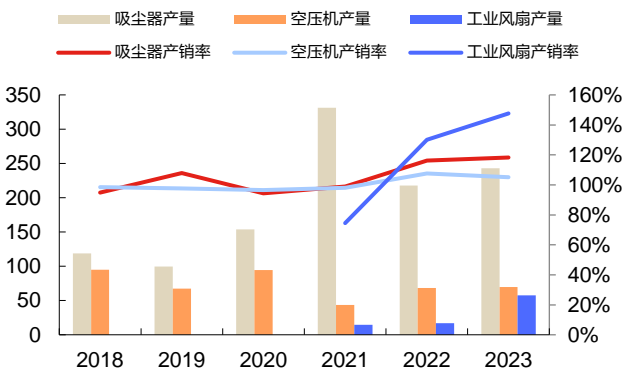
图 33：干湿两用吸尘器中高端产品占比



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

**募投项目扩展产能。**目前公司具有较强的小型空压机和干湿两用吸尘器的规模化生产优势，能较好的满足头部零售商对于供应商生产能力的要求，公司各产品产量自 2020 年开始增加，2022 年产销量均在 100%以上。公司 2022 年上市 IPO 募投项目包括年产空压机 145 万台生产技术改造项目和研发中心改建生产技术改造项目，超募资金投向包括南通欧圣装备产业园项目等。其中，年产空压机 145 万台生产技术改造项目公司预计可扩产小型空压机 70 万台，欧圣装备产业园项目公司预计扩产户外动力设备 100 万台、高端清洁设备 200 万台、工业风扇等 76 万台、其他高端设备 1 万台。

图 34：公司主要产品产量及产销率（万台）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 35：公司 IPO 募投项目

项目名称	项目总投资 (万元)
年产空压机145万台生产技术改造项目	19583
研发中心改建生产技术改造项目	6518
“欧圣装备产业园”项目	160000
新建欧圣科技（马来西亚）有限公司机电设备生产项目	34000
<b>总计</b>	<b>220101</b>

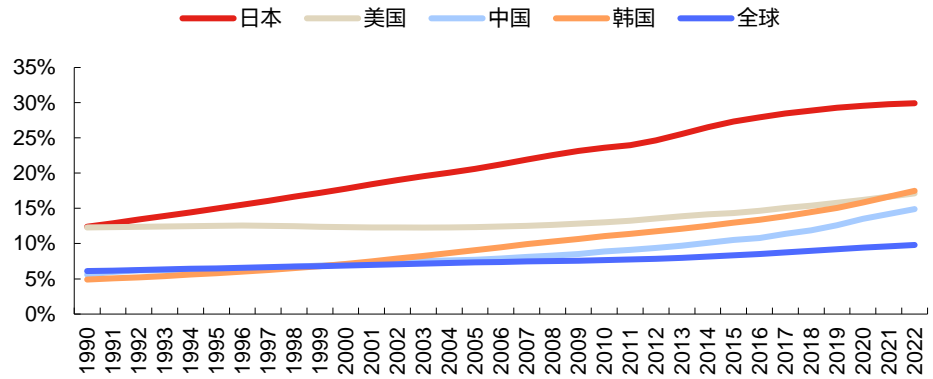
数据来源：公司公告，东方证券研究所

**海外投产减小贸易摩擦。**由于公司主要产品销往北美，受到中美贸易摩擦影响，公司出口的干湿两用吸尘器和小型空压机被列入美国加征关税名单。公司出口业务模式主要为 FOB/FCA 和 DDP，DDP 模式下公司需自行承海运费及关税，FOB/FCA 模式下海运费及关税由下游客户承担。公司为了减轻贸易摩擦影响，积极布局东南亚产能，利用 IPO 超募资金在马来西亚建设海外产能，计划 2024 年 6 月竣工，达产后将年产户外动力设备（小型空压机）75 万台，高端清洁设备（干湿两用吸尘器）80 万台。

## 立足主业，布局护理机器人领域

**中国老龄化问题严重。**按照联合国标准，65 岁以上老人占人口比例达 7% 以上即属于老年型国家，中国在 2000 年已达到老年型国家标准，根据国家统计局数据显示 2023 年中国 65 岁以上人口达 2.17 亿人，占总人口比例提升至 15.40%。未来随着老龄化进程的不断推进，对于养老产业的需求也将不断提升。

图 36：65 岁以上人口数量占比



数据来源：Wind，东方证券研究所

**立足电机核心技术，创新研发护理机器人。**公司依靠在吸尘器和小型空压机核心电机的技术沉淀，在 2014 年开始研发辅助排泄物清理的护理机器人。该产品可以自动识别使用者的卧床状态，自动检测并处理卧床人员的排泄物并记录排泄情况，避免了传统纸尿裤带来的异味、残留与易感染的缺点，能有效降低护工及家属的工作量。

图 37：护理机器人产品特点



图 38：护理机器人功能介绍



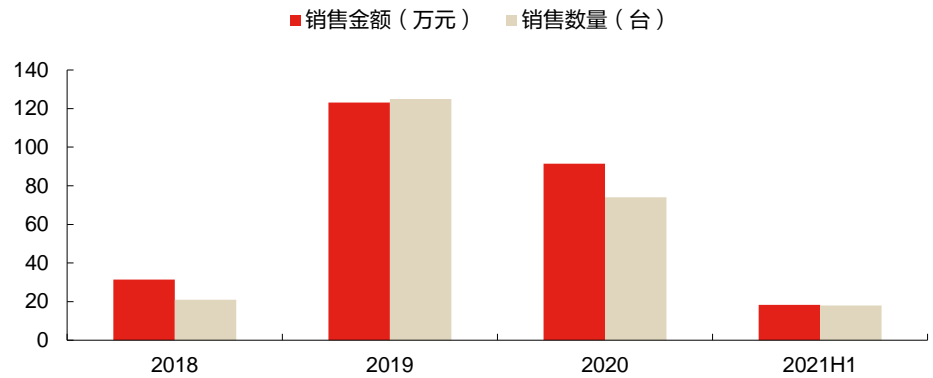
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：公司官网，东方证券研究所

数据来源：公司官网，东方证券研究所

**产品获得多国认证，实现小批量量产销售。**目前公司不断改进产品，在穿戴性、密封性、静音能力及差异化设计上不断进步，目前产品已经迭代到第五代，在用户体验和品质、可靠性等方面均处于行业领先水平。并已完成中国、日本认证，开始小批量向医院、社会养老机构、个人用户等客户销售。在未来全球老龄化提升的背景下，公司产品功能体验不断完善有助于为公司扩充收入规模。

图 39：护理机器人销售金额及数量



数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们根据公司销售模式进行拆分，对公司 2024-2026 年盈利预测做如下假设：

- 1) ODM 业务 2024 年将贡献较大弹性，2024-2026 年 ODM 业务收入分别为 8.36、10.87、14.14 亿元，增速分别为 35%、30%、30%，毛利率约为 30%。
- 2) 品牌授权业务随着公司与客户合作不断深入，未来将持续稳定增长，2024-2026 年品牌授权业务收入分别为 6.78、8.81、11.45 亿元，增速分别为 30%、30%、30%。毛利率约为 42.5%。
- 3) OEM 业务 2024 年增速为 15%，2025-2026 年保持每年 10% 增速缓慢增长，2024-2026 年 OEM 业务收入分别为 3993、4392、4831 万元，毛利率约为 25.5%。OBM 随着自有品牌的不断推广与新品类的加入，2024-2026 年维持 20% 增速增长，收入分别为 4873、5848、7017 万元。毛利率约为 37%。
- 4) 公司 2024-2026 年销售费用率约为 10.91%、10.25%、9.6%，主要系公司收入规模增加带来的摊薄效应。同时公司积极投入研发，带动研发费用率的上涨，2024-2026 年研发费用率约为 6%。

#### 盈利预测核心假设

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>ODM</b>					
销售收入（百万元）	566.1	619.6	836.4	1,087.3	1,413.5
增长率	6.2%	9.4%	35.0%	30.0%	30.0%
毛利率	25.8%	29.8%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>品牌授权</b>					
销售收入（百万元）	621.0	521.2	677.6	880.9	1,145.1
增长率	-1.7%	-16.1%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率	33.9%	43.3%	42.5%	42.5%	42.5%
<b>OEM</b>					
销售收入（百万元）	40.0	34.7	39.9	43.9	48.3
增长率	43.2%	-13.3%	15.0%	10.0%	10.0%
毛利率	21.1%	26.8%	25.5%	25.5%	25.5%
<b>OBM</b>					
销售收入（百万元）	56.6	40.6	48.7	58.5	70.2
增长率	-53.5%	-28.2%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	32.1%	39.1%	37.0%	37.0%	37.0%
合计	1,283.8	1,216.1	1,602.7	2,070.6	2,677.2
增长率	-2.3%	-5.3%	31.8%	29.2%	29.3%
综合毛利率	29.8%	35.8%	35.4%	35.4%	35.4%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

### 投资建议

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

公司是小型空压机与干湿两用吸尘器的出口龙头公司，在深化与客户合作与开拓新市场的逻辑下收入规模与净利润有望得以提升。预计 2024-2026 年归母净利润为 2.20 亿、2.90 亿、3.87 亿，我们选取工具制造企业或清洁电器制造企业创科实业、莱克电气、石头科技、科沃斯、富佳股份作为可比公司，根据可比公司 2024 年平均估值，我们给予公司 24 年 21 倍 PE，对应目标价 25.20 元，首次给予“买入”评级。

图 40：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2024/6/14	每股收益(元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
创科实业	00669	88.76	3.86	4.50	5.24	6.11	22.99	19.73	16.94	14.53
莱克电气	603355	25.00	1.95	2.11	2.39	2.77	12.84	11.82	10.46	9.01
石头科技	688169	401.94	15.59	19.04	22.54	26.73	25.78	21.11	17.83	15.04
科沃斯	603486	51.55	1.06	2.34	2.87	3.40	48.55	22.01	17.99	15.15
富佳股份	603219	14.70	0.47	0.58	0.65	0.73	31.60	25.56	22.49	20.02
	调整后平均							21.00	18.00	15.00

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

### 1. 客户集中度较高风险

公司下游客户主要为北美地区头部经销商，2018-2023 年前五大客户收入占比均超过 50%，公司销售模式主要为 ODM 与品牌授权为主，若未来主要客户需求发生变动将会对公司收入及利润产生不利影响。

### 2. 贸易摩擦风险

公司下游产品主要售往北美地区，若未来中美贸易摩擦加剧，美国实施禁令或关税加征等手段将对公司销售收入及利润产生不利影响。

### 3. 汇率变动风险

公司境外销售收入占比超 90%，并且主要以美元结算，若人民币兑美元汇率发生较大波动，将可能产生较大汇兑损益，影响公司净利润。

### 4. 原材料价格变动风险

公司主要原材料包含金属及塑料制品，若原材料价格大幅度波动，将对公司盈利能力产生影响。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	833	1,100	174	207	269	营业收入	1,284	1,216	1,603	2,071	2,677
应收票据、账款及款项融资	175	178	224	290	375	营业成本	901	781	1,036	1,337	1,728
预付账款	7	5	16	21	27	销售费用	135	144	175	212	257
存货	175	140	207	267	346	管理费用	53	52	48	62	80
其他	481	224	316	321	327	研发费用	53	67	96	124	161
<b>流动资产合计</b>	<b>1,672</b>	<b>1,646</b>	<b>937</b>	<b>1,106</b>	<b>1,343</b>	财务费用	(25)	(38)	(1)	2	1
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	11	6	5	5	5
固定资产	191	285	1,010	1,302	1,577	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	2	252	316	358	379	投资净收益	21	13	14	14	14
无形资产	114	111	107	103	99	其他	3	(5)	2	(0)	(3)
其他	58	28	28	28	28	<b>营业利润</b>	<b>181</b>	<b>212</b>	<b>259</b>	<b>342</b>	<b>455</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>365</b>	<b>676</b>	<b>1,461</b>	<b>1,791</b>	<b>2,083</b>	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2,037</b>	<b>2,321</b>	<b>2,398</b>	<b>2,897</b>	<b>3,426</b>	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	25	174	0	56	0	<b>利润总额</b>	<b>180</b>	<b>212</b>	<b>259</b>	<b>341</b>	<b>455</b>
应付票据及应付账款	400	467	518	669	864	所得税	18	37	39	51	68
其他	42	77	36	38	41	<b>净利润</b>	<b>161</b>	<b>175</b>	<b>220</b>	<b>290</b>	<b>387</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>467</b>	<b>717</b>	<b>554</b>	<b>763</b>	<b>905</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	55	54	54	54	54	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>161</b>	<b>175</b>	<b>220</b>	<b>290</b>	<b>387</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.88	0.96	1.20	1.59	2.12
其他	65	57	61	61	61						
<b>非流动负债合计</b>	<b>120</b>	<b>111</b>	<b>115</b>	<b>115</b>	<b>115</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>586</b>	<b>828</b>	<b>668</b>	<b>877</b>	<b>1,020</b>		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	183	183	183	183	183	营业收入	-2.3%	-5.3%	31.8%	29.2%	29.3%
资本公积	911	911	911	911	911	营业利润	34.9%	17.4%	22.2%	31.7%	33.2%
留存收益	369	416	636	926	1,313	归属于母公司净利润	39.1%	8.4%	25.8%	31.8%	33.3%
其他	(12)	(16)	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,450</b>	<b>1,494</b>	<b>1,729</b>	<b>2,019</b>	<b>2,406</b>	毛利率	29.8%	35.8%	35.4%	35.4%	35.4%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,037</b>	<b>2,321</b>	<b>2,398</b>	<b>2,897</b>	<b>3,426</b>	净利率	12.6%	14.4%	13.7%	14.0%	14.4%
						ROE	16.6%	11.9%	13.7%	15.5%	17.5%
						ROIC	13.5%	8.8%	12.5%	14.9%	16.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	28.8%	35.7%	27.9%	30.3%	29.8%
净利润	161	175	220	290	387	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	18	17	66	120	158	流动比率	3.58	2.29	1.69	1.45	1.48
财务费用	(25)	(38)	(1)	2	1	速动比率	3.18	2.10	1.32	1.10	1.10
投资损失	(21)	(13)	(14)	(14)	(14)	营运能力					
营运资金变动	218	153	(206)	18	23	应收账款周转率	9.6	10.5	11.1	11.3	11.3
其它	(209)	(36)	19	0	0	存货周转率	4.4	4.7	6.0	5.6	5.6
<b>经营活动现金流</b>	<b>142</b>	<b>258</b>	<b>85</b>	<b>416</b>	<b>555</b>	总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.8	0.8
资本支出	(117)	(355)	(850)	(450)	(450)	每股指标(元)					
长期投资	4	0	0	0	0	每股收益	0.88	0.96	1.20	1.59	2.12
其他	(205)	348	14	14	14	每股经营现金流	0.78	1.41	0.46	2.28	3.04
<b>投资活动现金流</b>	<b>(318)</b>	<b>(7)</b>	<b>(836)</b>	<b>(436)</b>	<b>(436)</b>	每股净资产	7.94	8.18	9.47	11.06	13.18
债权融资	4	(0)	(1)	0	0	估值比率					
股权融资	893	0	0	0	0	市盈率	24.1	22.2	17.7	13.4	10.1
其他	(80)	5	(173)	54	(57)	市净率	2.7	2.6	2.2	1.9	1.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>817</b>	<b>5</b>	<b>(175)</b>	<b>54</b>	<b>(57)</b>	EV/EBITDA	16.2	14.8	8.7	6.1	4.6
汇率变动影响	6	11	-0	-0	-0	EV/EBIT	18.0	16.2	10.9	8.2	6.2
<b>现金净增加额</b>	<b>647</b>	<b>267</b>	<b>(926)</b>	<b>33</b>	<b>62</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。