

欧圣电气(301187)

报告日期: 2024年10月25日

北美空压机龙头，领航干湿吸尘器，新市场新品类成长广

——欧圣电气深度报告

投资要点

欧圣电气是北美空压机和干湿吸尘器代工龙头，具有地产后周期属性，看好美国降息周期的需求弹性，同时公司具有研发和海外产能优势，与头部品牌及零售商深度合作优势，以及本土化服务优势，预计在美国的市场份额能继续提升，中长期看好非美市场的持续开拓，以及工具类、清洁类及护理机器人等方向新品放量。

□ 公司概况：北美空压机和干湿吸尘器代工龙头

公司于2009年成立，2023年小型空压机/干湿两用吸尘器收入占比分别为36%/54%，与北美头部零售商深度合作，且获得Stanley等国际工具品牌授权，目前是北美空压机及干湿吸尘器细分品类龙头。2023年公司总收入12.2亿元，18-23年复合增速为14%，归母净利润1.75亿元，归母净利率14.4%，18-23年复合增速31%，在规模效应及产品运营优化下，利润增速快于收入。

□ 行业概览：出口景气回暖，欧美地产链共振

小型空压机：小而美赛道，出口回暖周期。小型空压机下游商用家用需求兼有，2022年市场规模492亿人民币，未来5年复合增速5.3%，短期处于主动去库结束，景气回暖阶段。

干湿吸尘器：需求稳增，短期出口回暖。干湿吸尘器下游商用家用需求兼有，2023年全球吸尘器市场规模288亿美元，近5年复合增速6.8%，短期处于主动去库结束，景气回暖阶段。

中期演绎：美国地产链共振，下游零售商库存低位，有望主动补库。小型空压机和干湿吸尘器具有一定地产后周期属性，复盘历史可得，美国地产销售改善滞后降息2-3月，美国家居、家电及工具类销售与地产销售上行期基本同步，欧圣业绩共振滞后一季。由此推演，美联储9月宣布降息后，预计25年上半年能看到行业需求回暖，以及对公司终端业绩拉动。

□ 核心逻辑1：头部品牌及零售商强绑定，市占率有望稳步提升

空压机代工出口龙头，绑定北美头部零售商。空压机品牌商格局以渠道自有品牌占优，欧圣绑定头部零售商和品牌商，稳居北美龙头，2023年公司对北美销量占国内出口量的29.84%，在The Home Depot/Canadian Tire/Harbor Freight Tools空压机采购额占比30%/80%/10-20%。目前公司占国内出口总量仅6.5%，新市场市占提升仍有空间。

干湿吸尘器专业领先，头部品牌授权合作。干湿吸尘器品牌商格局以工具制造商占优，全球前五大厂商占61%市场份额，欧圣市场份额领先，在Costco/The Home Depot采购额占比为90%/10%，且独家供应Harbor Freight Tools。目前公司占国内出口吸尘器总量仅1.6%，长期市占率仍有提升空间。

提市占驱动1：生产销售一体化，构造差异化壁垒。我们认为公司在北美份额仍有提升空间源于：1) 研发实力领先，解决产品核心痛点；2) 生产垂直一体化，核心电机自产率达到80%以上，掌握成本优势；3) 马来西亚扩产落地在即，海外产能优势明显；4) 核心零售商合作稳定，多商业模式渠道共用；5) 与一般代工厂不同，公司可提供售后服务，仓储物流售后团队本土化，打造差异化服务壁垒。

提市占驱动2：非美新市场加速开拓。非美新市场开拓空间广大，欧洲市场规模与北美相当，但新市场渠道和品牌格局差异大，挑战与机遇并存，目前欧圣依托北美龙头优势，加速海外布局，包括欧洲、南美、澳洲、日韩、中东等，破局在望。

□ 核心逻辑2：新品开拓空间广，关注护理机器人

投资评级：增持(首次)

分析师：史凡可
执业证书号：S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

研究助理：陈秋露
chenqiulu@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥26.40
总市值(百万元)	4,820.84
总股本(百万股)	182.61

股票走势图



相关报告

公司围绕气动工具及清洁电器，可延展新品空间广，方向包括：1) 清洁设备方向：立足干湿两用吸尘器市场竞争优势，可向洗地机、工业风扇等延伸；2) 空气动力设备方向：依靠小型空压机在优质客户较高的市场份额，加大向小型空压机下游配套的气动工具、气动附件延伸；3) 护理机器人等高端前沿产品。

□ 盈利预测与估值

我们看好公司受益于美国降息周期地产链回暖的行业 beta 机会，以及通过市占率提升及新市场、新品开拓打开成长空间，我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 17.9/23.0/27.8 亿元，同比+47.2%/+28.3%/+20.8%，实现归母净利润 2.46/3.16/3.89 亿元，同比+40.8%/28.4%/23.1%，对应当前市值 PE 为 19.6/15.2/12.4，首次覆盖给予“增持”评级。

□ 风险提示

出口需求波动；原材料成本及汇率变动；大客户订单波动风险；新市场开拓不及预期；新业务放量不及预期。

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,216	1,791	2,297	2,775
(+/-) (%)	-5.27%	47.24%	28.27%	20.80%
归母净利润	175	246	316	389
(+/-) (%)	8.43%	40.83%	28.39%	23.14%
每股收益(元)	0.96	1.35	1.73	2.13
P/E	27.57	19.58	15.25	12.38

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 北美空压机和干湿吸尘器代工龙头	6
1.1 专精空压机和干湿吸尘器，北美代工龙头	6
1.2 创始人集中控股，高管稳定经验足	9
2 出口景气回暖，欧美地产链共振	11
2.1 小型空压机：小而美赛道，出口回暖周期	11
2.2 干湿吸尘器：需求稳增，短期出口回暖	13
2.3 中期演绎：美国地产链共振，下游零售商库存低位，有望主动补库	15
3 头部品牌及零售商强绑定，市占率有望稳步提升	17
3.1 空压机代工出口龙头，绑定北美头部零售商	17
3.2 干湿吸尘器专业领先，头部品牌授权合作	19
3.3 提市占驱动一：生产销售一体化，构造差异化壁垒	22
3.4 提市占驱动二：非美新市场加速开拓	25
4 新品开拓空间广，关注护理机器人	27
5 盈利预测与估值	28
6 风险提示	29

图表目录

图 1: 品牌授权模式毛利率更高.....	7
图 2: 以干湿吸尘器为例, ODM 模式净利率更高.....	7
图 3: 公司发展历史一览.....	8
图 4: 欧圣电气毛利率与原材料价格(元/吨)负相关, 与美元汇率正相关.....	9
图 5: 股权结构图(截至 2024 年中报).....	10
图 6: 公司管理架构.....	11
图 7: 小型空压机产品示意图.....	12
图 8: 全球动力工具市场规模及增速.....	12
图 9: 全球气动工具市场规模及增速.....	12
图 10: 中国空压机出口额景气回暖.....	13
图 11: 吸尘器分类.....	13
图 12: 干湿吸尘器产品示意图.....	13
图 13: 全球吸尘器零售额及增速.....	14
图 14: 中国真空吸尘器出口额景气回暖.....	14
图 15: 美国家居、家电及工具五金类销售波动与成屋销售波动基本同步.....	15
图 16: 欧圣收入滞后美国成屋销售影响一季度.....	15
图 17: CME 联邦基金利率概率分布.....	16
图 18: 美国成屋销售量(左轴, 万套)与 30 年贷款利率(右轴)负相关.....	16
图 19: 北美干湿吸尘器主流品牌及核心生产商.....	19
图 20: 欧圣电气研发费用率处于行业前列.....	22
图 21: 欧圣电气核心电机自产为主.....	23
图 22: 欧圣电器吸尘器产销率.....	23
图 23: 欧圣电气空压机产销率.....	23
图 24: 马来西亚工厂位置优.....	24
图 25: 全球气动工具市场按区域分布.....	25
图 26: 全球吸尘器市场按区域分布.....	25
图 27: 2023 年欧洲 Grocery Retail 主要零售商销售额排名(单位: 亿美元).....	26
图 28: 欧圣全球分部职能.....	26
图 29: 欧圣全球布局.....	26
图 30: 欧圣电气护理机器人示意图.....	28
表 1: 欧圣电气产品矩阵.....	6
表 2: 欧圣电气销售模式对比.....	7
表 3: 欧圣电气核心财务数据一览.....	8
表 4: 欧圣电气收入按产品拆分.....	9
表 5: 欧圣电气核心管理层.....	10
表 6: 北美头部家居零售商和品牌商收入增速修复.....	17
表 7: 北美头部家居零售商和品牌商库销比回到历史低位.....	17
表 8: 北美小型空压机主流品牌及生产商举例.....	17
表 9: 全球空压机主流代工厂.....	18
表 10: 欧圣电气空压机对北美销量占中国出口量较高.....	18
表 11: 欧圣电气空压机前六大客户.....	19

表 12: 欧圣电气空压机销量占中国出口量还有提升空间	19
表 13: 全球干湿吸尘器主流代工厂	20
表 14: 欧圣电气干湿吸尘器核心客户	21
表 15: 欧圣电气干湿吸尘器销量占中国出口量还有提升空间	21
表 16: 欧圣电气向北美销量占中国向北美出口量还有提升空间	21
表 17: 欧圣电气核心技术.....	22
表 18: 欧圣电气合作前 5 大客户	24
表 19: 欧圣电气与核心客户的销售服务条款.....	25
表 20: 护理机器人主要玩家.....	27
表 21: 公司护理机器人研发进程.....	28
表 22: 分产品预测.....	29
表 23: 可比公司估值.....	29
表附录: 三大报表预测值.....	31

1 北美空压机和干湿吸尘器代工龙头

1.1 专精空压机和干湿吸尘器，北美代工龙头

北美空压机和干湿吸尘器代工龙头。欧圣电气于2009年成立，主营小型空压机和干湿两用吸尘器的代工生产，与Lowe's、The Home Depot、Walmart等北美知名零售商深度合作，且获得Stanley等国际头部工具品牌的授权，目前已成为北美空压机代工龙头（23年向北美出口空压机数量占中国出口的接近30%），以及干湿吸尘器细分品类头部（23年向北美出口吸尘器数量占中国出口的接近8%）。2023年公司总收入12.2亿元，18-23年复合增速为14%，23年境外占比99%，归母净利润1.75亿元，归母净利率14.4%，18-23年复合增速31%，在规模效应及产品运营优化下，利润增速快于收入。

表1：欧圣电气产品矩阵

产品类型	23年收入情况	产品定义	使用场景	产品示例	产品用途
小型空压机	收入4.36亿元 占比36.07% 同比减少2.48%	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	家用		家庭装修装饰、汽车维修等
			商用		建筑、装饰、汽车维修、小型制造加工等
干湿两用吸尘器	收入6.53亿元 占比54% 同比增长2.67%	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	家用		家庭室内室外清洁、车内清洁等
			商用		汽车维修店、酒店、超市等工作场所清洁

资料来源：wind，公司招股书，公司公告，浙商证券研究所

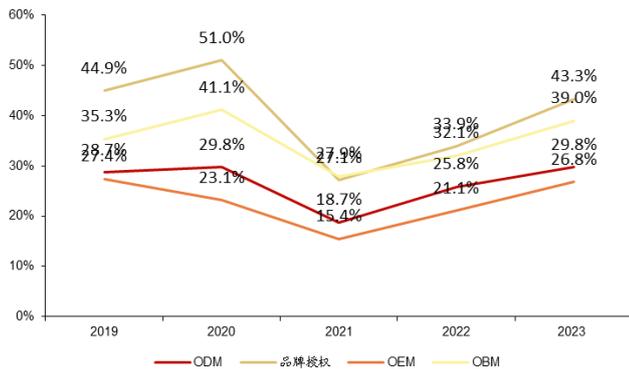
商业模式：ODM 和品牌授权两大模式为主，品牌授权毛利率更高，ODM 净利率更高。公司有4大商业模式，23年ODM/品牌授权/OEM/OBM收入占比分别为51%/43%/3%/3%。与一般ODM模式不同，公司可进一步提供当地售后服务，下游主要对接Walmart、The Home Depot等头部零售商。品牌授权模式与ODM模式相比，均由公司主导研发设计、生产和售后服务，不同的是，品牌授权模式下由公司在品牌许可情况下自主进行销售渠道开发和铺设，且根据销售额和约定费率支付商标使用费。目前，公司小型空压机产品销售以ODM为主，干湿两用吸尘器以品牌授权模式为主，这背后是两个品类终端竞争格局不同导致，一般来说，空压机渠道更强势，吸尘器品牌更强势（第二章有详细展开）。毛利率对比看，品牌授权模式更高，主因品牌产品定价更高，需考虑商标使用费，且DDP结算方式占比更高（需自行支付海运费和关税），当考虑所有费用（包括平台交易费等），ODM模式净利率通常高于品牌授权模式。

表2：欧圣电气销售模式对比

销售模式分类	23年收入情况	产品研发设计	产品生产	终端产品品牌				销售渠道
				小型空压机		干湿两用吸尘器		
				公司	品牌	公司	品牌	
ODM	收入6.20亿元 占比50.95% 同比增长9.44%	公司主导产品设计， 公司为 ODM 合作方 提供产品配置表、产 品设计图纸并经 ODM 合作方确认	公司根据 ODM 客户订单 进行生产	Walmart	Hyper Tough	Walmart	Hyper Tough	销售给 ODM 零售商
				Lowe's	Kobalt	The Home Depot	Husky Anvil	
				Canadian Tire	Mastercraft			
				Menards	Masterforce Performax	Harbor Freight Tools	Bauer	
				The Home Depot	Husky			
品牌授权	收入5.21亿元 占比42.86% 同比下降16.06%	公司主导产品设计， 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	公司根据自有 销售渠道订单 进行生产	Stanley Black&Decker	Dewalt Craftsman	Stanley Black&Decker	Stanley Fatmax Stanley Porter Cable Craftsman Black&Decker Dewalt	公司自有独立销售渠 道，包括知名零售商、 亚马逊平台
OEM	收入0.35亿元 占比2.86% 同比下降13.26%	OEM 合作方主导设 计，OEM 合作方提 供产品图纸	公司根据 OEM 客户订单进行 生产	—		Stanley Black&Decker	Dewalt	销售给 OEM 品牌方
OBM	收入0.41亿元 占比3.34% 同比下降28%	公司自主产品设计	公司根据自有 销售渠道订单 进行生产	Stealth Alton	Ecomax Stealth Alton		公司自有独立销售渠 道，包括知名零售商、 亚马逊平台	

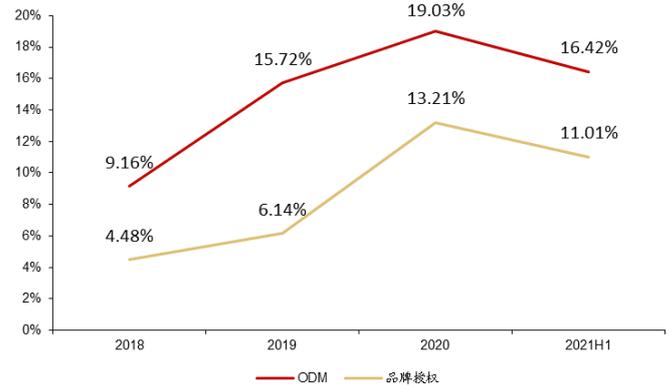
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图1：品牌授权模式毛利率更高



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图2：以干湿吸尘器为例，ODM 模式净利率更高



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司发展历史可分为 3 大阶段：

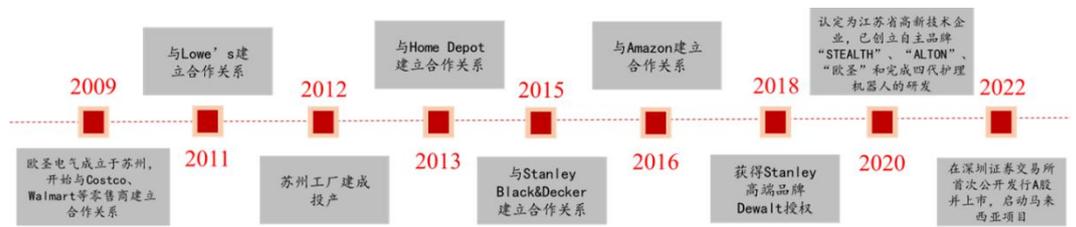
早期拓展 (2009-2012)：公司专注小型空压机和干湿两用吸尘器研发、生产和销售，通过业务拓展获取海外零售商小规模订单并试生产，开始与 Canadian Tire、Walmart、Costco、Menards 建立业务合作关系。2012 年苏州工厂建成投产。

龙头奠基 (2013-2017)：公司围绕两大品类组建专业化研发团队，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。同时对 Lowe's、The Home Depot 等国际知名零售商销售订单开始放量增长，并建立稳定的业务合作关系，同时获得 Stanley Black&Decker 等系列品牌授权，并持续开拓 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渠道，以品牌授权和 ODM 为主要销售模式的业务模式，成为空压机和干湿两用吸尘器北美代工龙头。

跨越发展 (2018-至今)：2018 年以来，公司将产品结构向中高端发展，包括小型空压机方面研究开发了高端静音机产品，干湿两用吸尘器方面，与品牌授权方 Stanley

Black&Decker 推出高端品牌 Dewalt 系列产品，销量呈现爆发式增长。同时，公司开拓欧洲等新市场，延展工业风扇、护理机器人等新品，创立自主品牌“STEALTH”、“ALTON”、“ECOWELL”、“ECOMAX”并开始尝试向 OBM 模式转变，打造多个增长引擎。

图3：公司发展历史一览



资料来源：公司招股书、公司官网、公司公告、浙商证券研究所

业绩速览：出口补库及新订单驱动收入高增，产品结构优化驱动净利率优化

收入端：2024H1 收入同增 55%，主因出口补库及新订单放量驱动，分产品看，24H1 干湿两用吸尘器/小型空压机/配件及其他收入占比分别为 51.5%/33.2%/15%，同比 +38.5%/+72.4%/+94%，干湿两用吸尘器收入贡献最大，小型空压机增速更快与新订单放量有关。

利润端：毛利率、净利率波动与汇率、原材料成本、下游客户协议变动有关，长期看毛利率由 2017 年的 26.3%提升到 2024H1 的 36.1%，与产品高端化以及规模效应发挥有关，期间费用率基本平稳优化，对应净利率优化。

表3：欧圣电气核心财务数据一览

单位：百万元	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024H1
营业总收入	520.97	629.88	609.77	991.28	1314.53	1283.76	1216.12	738.93
YOY		20.91%	-3.19%	62.56%	32.61%	-2.34%	-5.27%	55.16%
归母净利润	23.49	45.43	58.63	137.06	115.94	161.27	174.86	97.10
YOY		93.44%	29.05%	133.76%	-15.41%	39.10%	8.43%	46.88%
扣非归母净利润		40.14	59.91	119.93	104.73	136.09	161.20	92.05
YOY			49.28%	100.17%	-12.67%	29.95%	18.45%	54.41%
毛利率	26.28%	25.08%	35.67%	32.72%	23.55%	29.84%	35.78%	36.09%
期间费用率	20.61%	17.48%	24.00%	16.85%	13.78%	16.78%	18.52%	20.06%
其中：销售费用	53.16	65.35	101.44	90.21	101.41	134.99	144.26	97.32
销售费用率	10.20%	10.37%	16.64%	9.10%	7.71%	10.52%	11.86%	13.17%
其中：管理费用	25.38	19.33	23.51	29.21	29.48	52.51	52.07	28.18
管理费用率	4.87%	3.07%	3.86%	2.95%	2.24%	4.09%	4.28%	3.81%
研发费用	20.81	27.48	20.64	25.44	34.69	52.55	67.25	35.58
研发费用率	3.99%	4.36%	3.38%	2.57%	2.64%	4.09%	5.53%	4.81%
其中：财务费用	8.01	-2.04	0.73	22.20	15.54	-24.57	-38.40	-12.84
财务费用率	1.54%	-0.32%	0.12%	2.24%	1.18%	-1.91%	-3.16%	-1.74%
归母净利率	4.51%	7.21%	9.62%	13.83%	8.82%	12.56%	14.38%	13.14%
扣非归母净利率	0.00%	6.37%	9.83%	12.10%	7.97%	10.60%	13.26%	12.46%

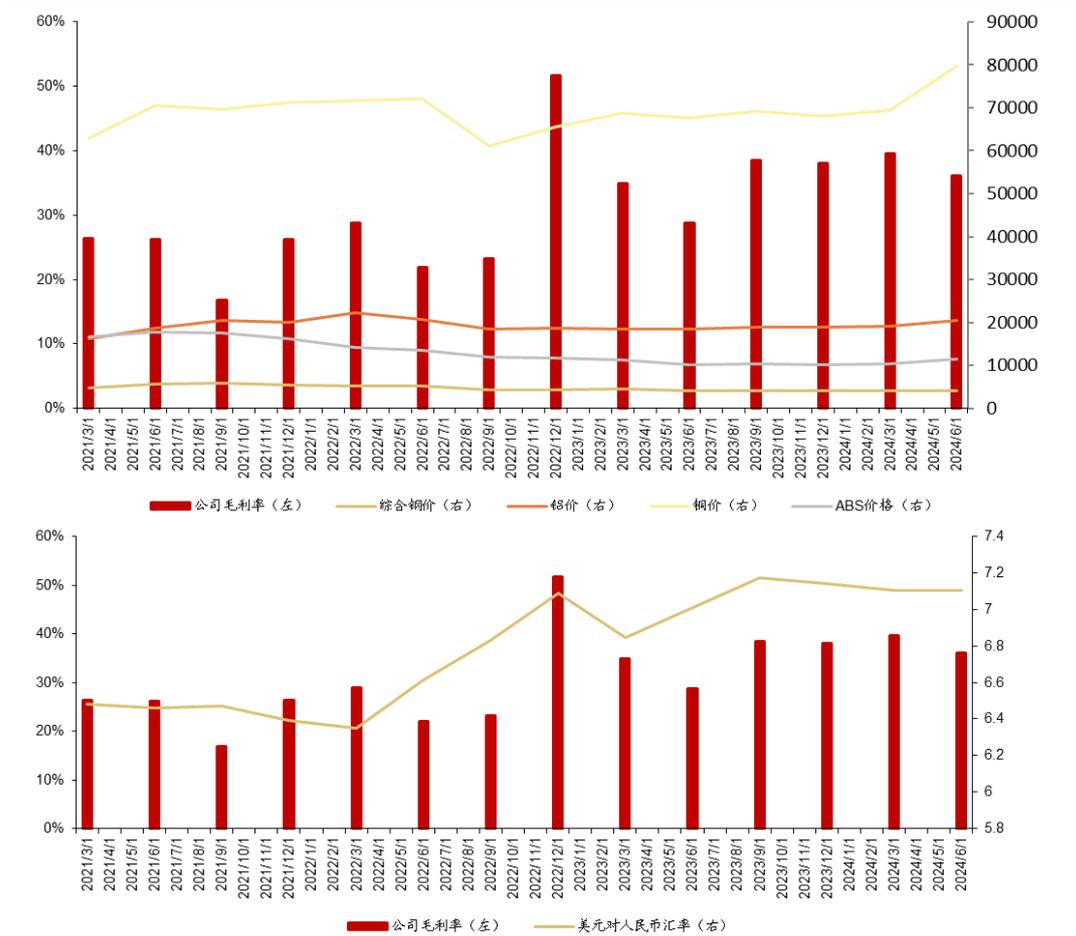
资料来源：wind，公司公告，浙商证券研究所

表4：欧圣电气收入按产品拆分

单位：百万元	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
干湿两用吸尘器	237.17	420.83	690.61	636.09	653.05	380.26
YOY	27.46%	77.44%	64.11%	-7.89%	2.67%	38.53%
收入占比	38.9%	42.5%	52.5%	49.5%	53.7%	51.5%
成本	138.64	263.97	510.95	429.49	399.89	232.73
毛利率	41.5%	37.3%	26.0%	32.5%	39.4%	38.8%
小型空压机	345.80	503.67	444.82	447.34	436.26	245.48
YOY	-16.68%	45.65%	-11.68%	0.57%	-2.48%	72.40%
占比	56.7%	50.8%	33.8%	34.8%	35.9%	33.2%
成本	246.26	374.03	377.98	342.79	315.72	175.36
毛利率	28.8%	25.7%	15.0%	23.4%	27.6%	28.6%
配件及其他	15.43	27.90	170.46	200.32	126.81	110.62
YOY	-12.13%	80.82%	510.97%	17.52%	-37%	94%
占比	2.5%	2.8%	13.0%	15.6%	10.4%	15.0%
成本	5.91	12.14	115.25	128.41	68.94	64.11
毛利率	61.7%	56.5%	32.4%	35.9%	45.6%	42.0%

资料来源：wind，公司公告，浙商证券研究所

图4：欧圣电气毛利率与原材料价格（元/吨）负相关，与美元汇率正相关

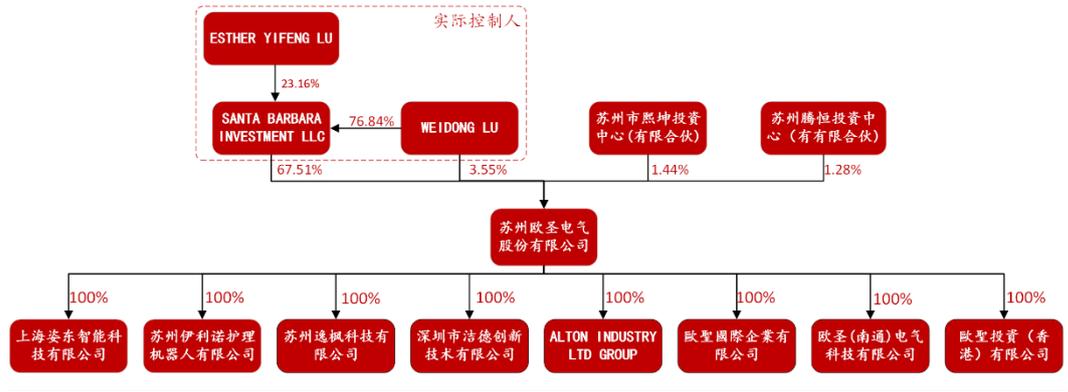


资料来源：wind，公司公告，浙商证券研究所

1.2 创始人集中控股，高管稳定经验足

创始人家族控股，员工持股激励。公司由董事长陆为东创立，直接持有公司 3.55% 的股份，并与女儿陆逸枫通过圣巴巴拉投资持有公司 67.51% 的股份，合计持股 71.06%，股权结构集中，熙坤投资和腾恒投资为公司上市前员工持股平台，分别持股 1.44% 和 1.28%。

图5：股权结构图（截至 2024 年中报）



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

创始人深耕行业，高管团队稳定经验足。创始人陆为东自 1983 年进入机械器材行业，拥有超 40 年从业经验，为公司核心技术人员，美国国籍，长居美国，具有本土化销售及产品需求洞悉力。销售总监陈彩慧早于 2005 年加入公司，兼有销售和工程技术背景，研发总监桑树华、副总监刘金波曾在苏州天佑电器任职，研发副总监蒋浩刚曾在莱克电气任职，行业经验丰富，在公司任职超过 10 年，马来项目总经理何顺莲，CFO 钱勇、董秘及投融资总监罗刚，董办副主任刘瑞端均有丰富行业经验，陪伴公司一起成长。

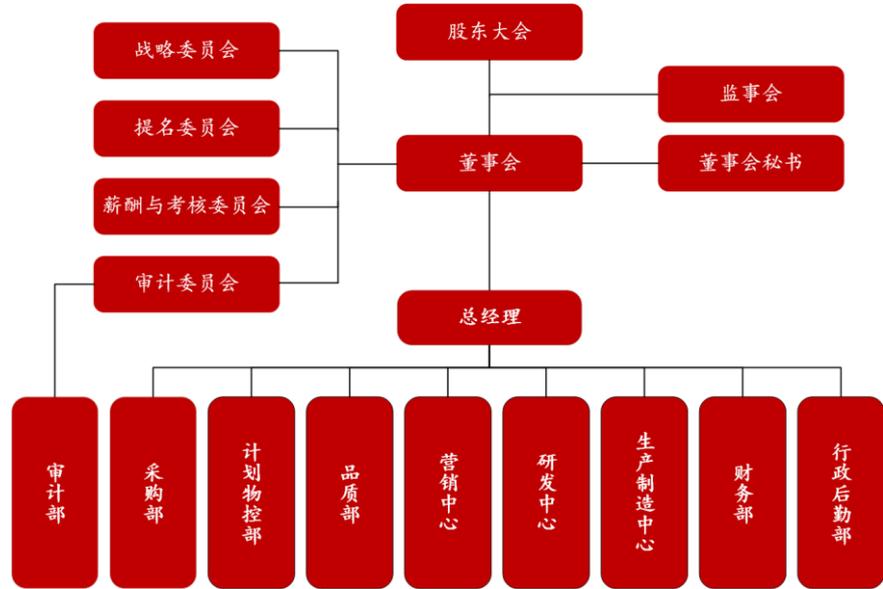
表5：欧圣电气核心管理层

姓名	职务	年龄	基本情况
陆为东	创始人、董事长、总经理	61	美国国籍，经济学硕士。曾任安徽省合肥市电子工业公司科员、厦门市东方发展公司经理、奥尔登机械五金（上海）有限公司总经理，1998年至今，任欧圣美国董事长兼总经理，2009年成立欧圣有限公司任董事长，总经理，核心技术人员。
桑树华	副总经理、研发总监	47	本科学历，曾任宝时得科技研发部经理，天佑电器研发部副总经理，2011年开始任苏州欧圣电气工业有限公司研发总监，副总经理，核心技术人员。
陈彩慧	副总经理、销售总监	46	本科学历，工程师，曾任钱江摩托集团设计员，销售工程师，力华机电销售工程师，2005-2010年，任宁波欧圣自动设备公司销售经理，2010-2017年，历任欧圣电气销售经理，销售副总监，销售总监
钱勇	财务负责人	37	本科学历，先后在江苏苏农农资连锁集团，玉灿（上海）鞋业，美盈森工作，2018年11月加入欧圣电气，参与公司IPO全流程，现任公司财务负责人，证券事务代表。
罗刚	董事会秘书、投融资总监	49	武汉大学金融学研究生学历。曾任宁波华翔电子投资经理，优势资本投资副总监，保集控股集团投资总监，上海电气集团投资总监，2022年5月入职欧圣电气，现任公司投融资总监。
蒋浩刚	研发副总监	39	农业电气化与自动化专业，本科学历。曾任莱克电气研发工程师，设计经理，2014年8月起任欧圣有限研发经理，2017年3月至今，任公司研发副总监，核心技术人员。
刘金波	研发副总监	46	本科学历，曾任苏州市医用仪器厂技术部结构设计工程师，天佑电器研发工程师、电器部经理助理，自2011年8月任欧圣电气吸尘器部经理，2018年至今任研发中心副总监。
何顺莲	监事会主席，公司职工代表监事，马来项目总经理	45	本科学历，曾任深圳北电科技发展车间组长/车间主任/生产经理，苏州新大地五金制品有限公司部门经理，生产部副总经理，2011年起历任欧圣有限品质总监，总经办主任，运营总监，职工代表监事，生产制造中心总监，2018年7月至今，任公司职工代表监事，现任马来项目总经理。
刘瑞端	董事长办公室副主任	40	本科学历，曾任漳州灿坤实业PMC主管，苏州陆杨机电设备采购主管，2011-2017年，历任苏州欧圣电气工业有限公司比价主管，财务部副经理，2017年至今，任公司董事长办公室副主任，审计部经理。

资料来源：wind，公司公告，浙商证券研究所

管理架构体系化。公司核心设置研发中心、生产制造中心、营销中心、计划物控部、采购部、品质部、财务部等部门，管理结构扁平，分工明确。

图6：公司管理架构



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

2 出口景气回暖，欧美地产链共振

2.1 小型空压机：小而美赛道，出口回暖周期

小型空压机为气动工具动力源，下游商用家用需求兼有。空气压缩机是一种用以压缩气体的设备，工作原理是将电机的机械能转换成气体压力能，主要分为活塞式空气压缩机、螺杆式空气压缩机和离心式空气压缩机三类，其中家庭和小型工厂主要使用活塞式空气压缩机。欧圣电气的产品主要为小型活塞式空气压缩机（排气量<6cfm），主要与气钉枪、充气枪、气动扳手、棘轮扳手、黄油枪、喷枪、砂轮机的气动工具相连接，应用于住宅维修、DIY等家用场景和建筑施工装修、汽车维修等商用场景，根据 QY Research，汽车场景是最大的下游领域，可占有 39% 份额。

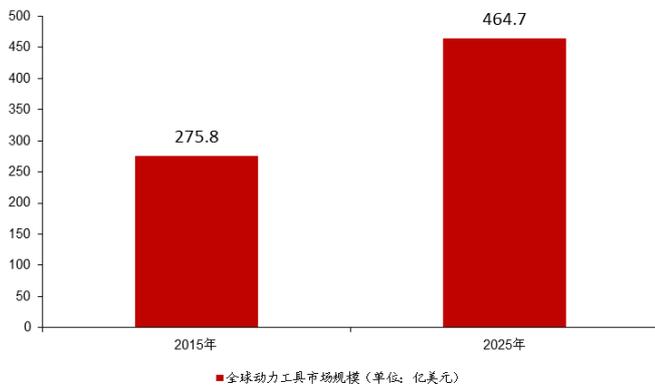
图7：小型空压机产品示意图



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

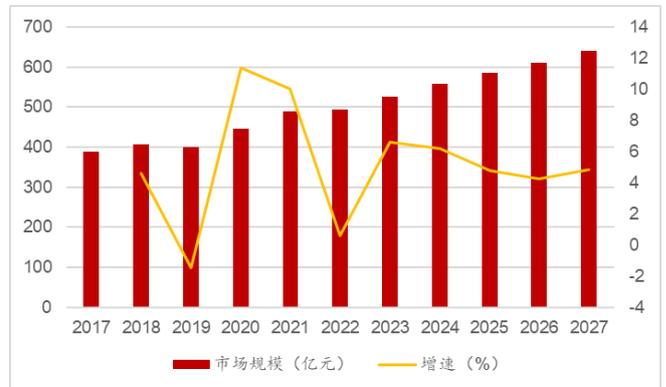
中长期看，空压机市场稳健增长。小型空压机与气动工具行业关联紧密。2025 年全球动力工具市场规模约 465 亿美元，10 年复合增速 5.4%，由房屋更新、汽修需求和家庭 DIY 驱动。动力工具一般分为电动工具、气动工具，气动工具市场规模占比约 15%，2022 年市场规模 492 亿人民币，预计 2027 年市场规模达到 637 亿人民币，预计 5 年复合增速 5.3%。气动工具具有难以取代的特性，份额基本稳定：1) 操作便捷：同功率输出情况下，机身小巧轻量寿命长，适合长时间工作；2) 环境适应能力强：能在温度范围很宽、潮湿和有灰尘的环境下可靠工作，浸水时不会产生电火花，连续运行数小时不过热，安全性高；3) 按重量容积之比输出功率大。

图8：全球动力工具市场规模及增速



资料来源：公司招股书，德国莱茵 TUV 集团，浙商证券研究所

图9：全球气动工具市场规模及增速



资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

短期看，空压机出口具有周期性，当下处于主动去库结束，景气回暖阶段。中国空压机出口额自22年起受下游主动去库影响承压明显，23年下半年开始，主动去库基本结束，终端需求有所回暖，24年1-8月中国空压机出口额30.67亿美元，同比增长10.84%。

图10：中国空压机出口额景气回暖



注：海关编号为841480，品类为其他空气泵、气体压缩机、通风罩、循环气罩等
资料来源：wind，海关总署，浙商证券研究所

2.2 干湿吸尘器：需求稳增，短期出口回暖

干湿吸尘器下游商用、家用需求兼有。目前主流吸尘器主要分为工具类干湿两用吸尘器和家庭地板清洁吸尘器，欧圣电气生产销售的干湿吸尘器，除快速吸走果壳、毛发、庭院树叶等干性垃圾，还可以吸水、饮料、厨房浴室及车库积水等湿垃圾，主要应用于家庭车库、修理间、厨卫，庭院等家用清理场景，或汽车维修店、酒店超市、办公写字楼等商用场景。

图11：吸尘器分类

分类	产品类型	产品特点	应用场景	代表企业	图片
工具类干湿两用吸尘器	桶式干湿两用吸尘器	吸尘器容积大、干湿两用、桶式、寿命长、大功率、流量大、以电源式为主，主要清洁干湿垃圾	家庭庭院用工具，装修、洗车商用	Shop-Vac Corporation、美国艾默生电气公司、欧圣电气、天佑电器（苏州）有限公司、上海亿力电器有限公司	
	手持式吸尘器			Stanley Black&Decker、创科实业、莱克电气	
	立式吸尘器	吸尘器容积小、流量小、以电池包为主，主要吸灰吸尘除螨	家用室内地板清洁	戴森电器、小狗电器互联网科技（北京）股份有限公司、创科实业、莱克电气	
扫地机器人			科沃斯、北京石头世纪科技股份有限公司		

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图12：干湿吸尘器产品示意图



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

中长期看，吸尘器市场稳健增长。根据欧睿，2023 年全球吸尘器市场规模 287.86 亿美元，近 5 年复合增速 6.8%，稳健增长。我们预计干湿吸尘器欧美市场占比更大，主因欧美国家住宅面积较大，以独立庭院为主，相比传统家用吸尘器，干湿吸尘器吸力大、通用性强，更适合此类场景。

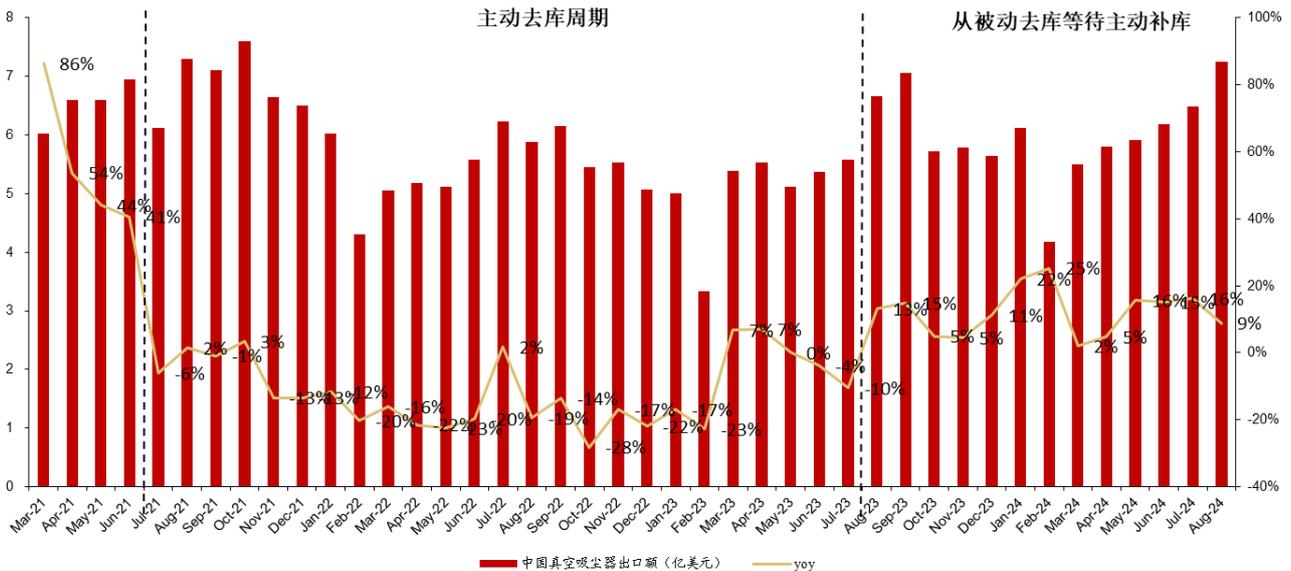
图13：全球吸尘器零售额及增速



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

短期看，吸尘器出口具有周期性，当下处于主动去库结束，景气回暖阶段。中国真空吸尘器出口额自 21 年下半年起受下游主动去库影响承压明显，23 年下半年开始，主动去库基本结束，终端需求有所回暖，24 年 1-8 月中国真空吸尘器出口额 47.42 亿美元，同比增长 13%。

图14：中国真空吸尘器出口额景气回暖



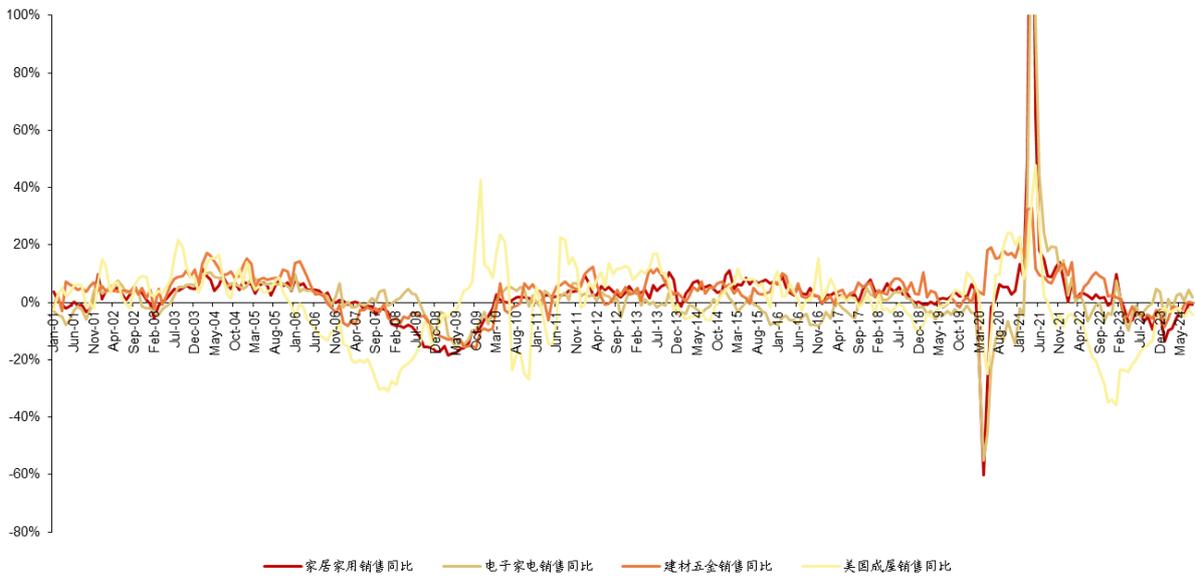
注：海关编号为 8508，品类为真空吸尘器

资料来源：wind，海关总署，浙商证券研究所

2.3 中期演绎：美国地产链共振，下游零售商库存低位，有望主动补库

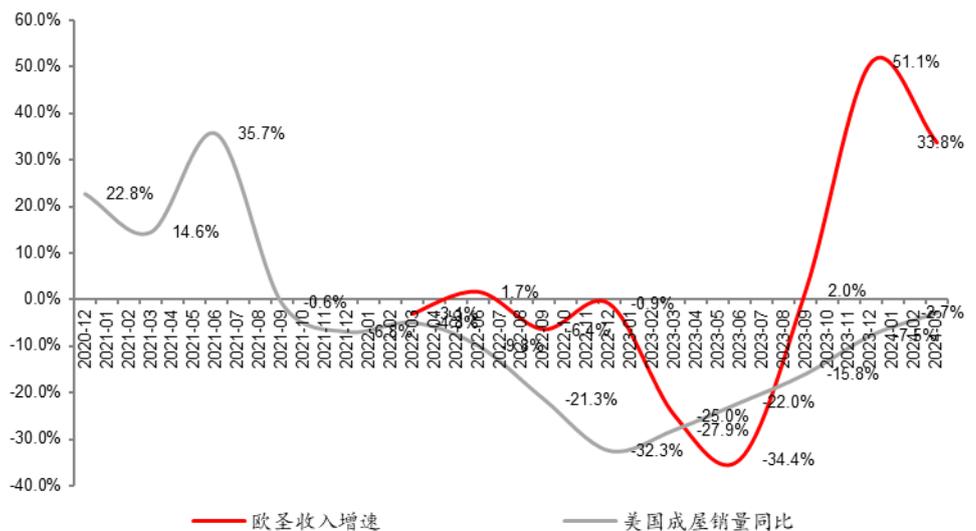
美国家居、家电及工具类销售与地产销售上行期基本同步，欧圣业绩共振滞后一季。根据前文，小型空压机和干湿吸尘器与家用装修与护理需求相关，具有地产后周期属性，复盘历史可得，美国家居、家电及工具五金类销售波动与成屋销售波动在地产上行阶段基本同步，地产下行阶段因换新需求导致韧性更强，欧圣电气季度业绩滞后美国成屋销售一个季度左右。因此，若美国地产销售回暖将带动相关品类需求向好，最后兑现到公司业绩上。

图15：美国家居、家电及工具五金类销售波动与成屋销售波动基本同步



资料来源：wind，浙商证券研究所

图16：欧圣收入滞后美国成屋销售影响一季度



资料来源：wind，公司公告，浙商证券研究所

美联储9月宣布降息，美国地产销售改善滞后降息2-3月。美联储9月议息会议宣布降息50BP，正式进入降息周期，根据CME联储概率点阵图显示，年内有2次降息机会，

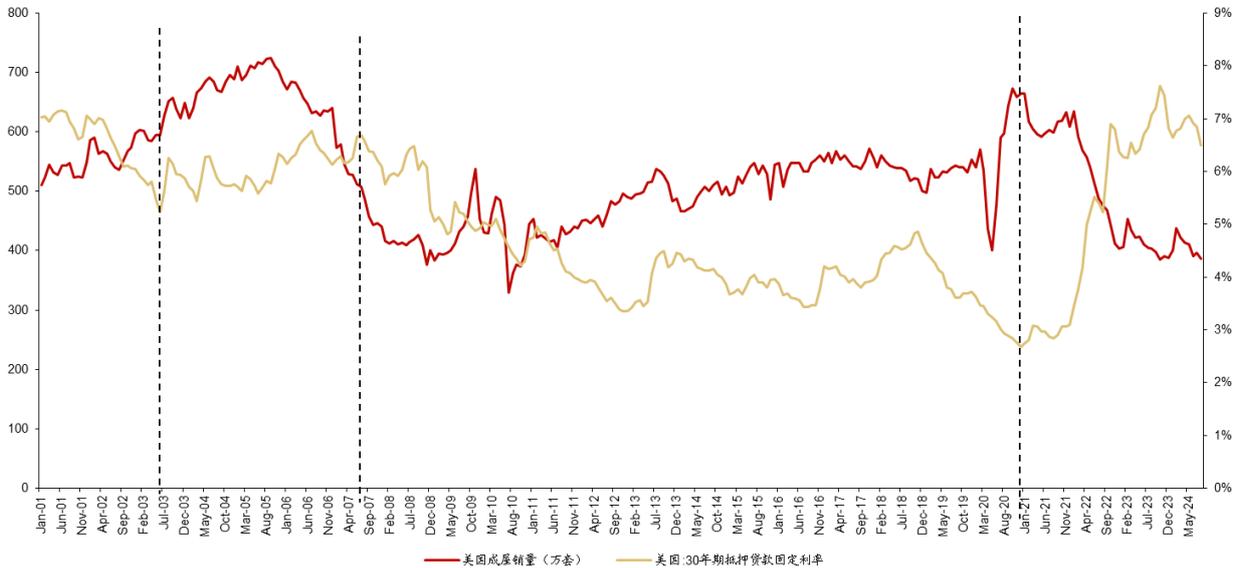
年内预测中值在 4.25-4.5%，即到年底有再降 50BP 可能。复盘美国 30 年期抵押贷款利率与美国成屋销售量数据看，两者负相关性明显，且地产销售环比开始改善一般滞后利率优化后的 2-3 个月，且目前美国成屋销售处于历史低位，且美国住宅空置率低，预计美国地产销售改善弹性明显，预计 24Q4-25Q1 有望看到优化。

图17：CME 联邦基金利率概率分布

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2024/11/7					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	89.5%	10.5%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	84.4%	15.0%	0.6%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	68.5%	28.0%	3.3%	0.1%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	65.8%	29.7%	4.3%	0.2%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	43.5%	41.9%	12.9%	1.6%	0.1%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	28.2%	42.5%	23.1%	5.6%	0.6%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	9.9%	33.2%	35.7%	17.0%	3.8%	0.4%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.0%	3.2%	17.5%	34.0%	29.6%	12.7%	2.7%	0.3%	0.0%	0.0%
2025/10/29	0.8%	6.6%	21.4%	33.0%	25.6%	10.4%	2.2%	0.2%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，浙商证券研究所

图18：美国成屋销售量（左轴，万套）与 30 年贷款利率（右轴）负相关



资料来源：wind，浙商证券研究所

北美头部家居零售商和品牌商销售增速修复，库存恢复正常水位，主动去库结束。欧圣电气下游核心大客户包括北美头部家居零售商 Lowe's / The Home Depot/ Costco/Walmart，全球头部电商 Amazon，头部工具品牌商 Stanley Black& Decker 等，22 年处于主动去库阶段，销售普遍疲软，库销比达到历史高位，24 年以来销售增速有所修复，库销比回落到历史低位，主动去库阶段结束。

表6: 北美头部家居零售商和品牌商收入增速修复

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	图示
Amazon	44%	27%	15%	9%	7%	7%	15%	9%	9%	11%	13%	14%	13%	10%	
The Home Depot	33%	8%	10%	11%	4%	7%	6%	0%	-4%	-2%	-3%	-3%	-2%	1%	
Lowe's	24%	1%	3%	5%	-3%	0%	2%	5%	-6%	-9%	-13%	-17%	-4%	-5%	
Walmart	3%	2%	4%	1%	2%	8%	9%	7%	6%	6%	5%	6%	6%	5%	
Costco	21%	17%	17%	16%	16%	15%	8%	6%	2%	9%	6%	6%	9%	1%	
Stanley Black& Decker	34%	37%	11%	-8%	6%	2%	-3%	-2%	-12%	-5%	-4%	-6%	-2%	-3%	

资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

表7: 北美头部家居零售商和品牌商库销比回到历史低位

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	图示
Amazon	0.22	0.21	0.25	0.23	0.29	0.30	0.29	0.24	0.27	0.26	0.25	0.20	0.22	0.22	
The Home Depot	0.48	0.46	0.54	0.60	0.61	0.59	0.67	0.71	0.67	0.57	0.61	0.63	0.60	0.53	
Lowe's	0.71	0.65	0.74	0.80	0.80	0.72	0.83	0.85	0.85	0.74	0.85	0.93	0.82	0.74	
Walmart	0.33	0.33	0.37	0.37	0.42	0.40	0.41	0.37	0.37	0.35	0.38	0.34	0.34	0.33	
Costco	0.31	0.22	0.31	0.32	0.32	0.25	0.34	0.31	0.30	0.21	0.30	0.30	0.29	0.23	
Stanley Black& Decker	0.70	0.79	0.92	1.18	1.32	1.47	1.58	1.53	1.47	1.32	1.30	1.30	1.22	1.15	

资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

3 头部品牌及零售商强绑定, 市占率有望稳步提升

3.1 空压机代工出口龙头, 绑定北美头部零售商

北美空压机以渠道自有品牌占优。北美小型空压机核心玩家包括全球大型连锁零售商 The Home Depot 旗下 Husky, Walmart 旗下 Hyper Tough, Lowe's 旗下 Kobalt, 美国家居建材零售商 Menards 旗下 Masterforce 等, 美国折扣工具设备零售商 Harbor Freight Tools 旗下 Bauer 和 McGRAW, 加拿大零售商 Canadian Tire 旗下 Mastercraft 等。另一类核心玩家是工具制造品牌, 也对头部零售渠道绑定较强, 比如 Stanley Black&Decker 旗下 Craftsman 优先在 Lowe's 销售, Emerson 旗下 Rigid 集中在 The Home Depot 销售。基于渠道为王, 我们预计北美空压机品牌格局与家居工具类零售商格局相近。

表8: 北美小型空压机主流品牌及生产商举例

公司	公司简介	品牌	生产商举例
The Home Depot	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。	Husky	欧圣电气
Walmart	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11,200家分店以及遍布10个国家的电子商务网站。	Hyper Tough	欧圣电气
Lowe's	成立于1952年,全球领先的家居建材用品零售商,连锁商店数量达2,000多家。	Kobalt	欧圣电气
Stanley Black&Decker	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。	Dewalt	欧圣电气
		Craftsman	欧圣电气
		Porter Cable	/
Canadian Tire	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1,000家零售店、加油站、洗车店。	Mastercraft	欧圣电气
Emerson	美国EMERSON(艾默生)电气公司,成立于1890年,是多元化全球制造商其中商住解决方案业务包括干/湿真空吸尘器、电动工具、气动工具、户外电动设备、商用清洁吸尘器生产销售。	Rigid	创科实业、欧圣电气
Menards	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。	Masterforce Performax ToolShop	欧圣电气
创科实业	成立于1985年,全球著名品牌电动工具生产商,从事电动工具及地板护理工具的研发,设计,生产与销售,广泛用于改善家居环境及建筑行业。	Ryobi	自产
MAT Holdings, Inc	1984年成立,总部位于美国芝加哥,主要产品包括金属丝网、园林机械、小型空压机、气动工具等,在中国昆山投资设立了苏州鸿本机械制造有限公司。	Campel Hausfeld	自产
Harbor Freight Tools	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1,000家门店,提供超过7,000种工具和相关产品。	Bauer McGRAW	欧圣电气
Makita Corporation	成立于1915,总部位于日本,日本知名专业工具制造商和品牌商,是北美市场主要生产小型空压机厂商之一。	Makita	自产

注: 生产商为不完全统计

资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

北美空压机生产格局集中，中国是出口大国。目前除 MAT、Stanley、Makita、创科实业等少数空压机品牌有自产产能外，大部分采用代工模式，中国是空压机出口大国，23年中国小型空压机出口额占世界空压机出口额 18.10%，排名第一。核心玩家包括欧圣电气、上海诺爱、鑫磊、浙江鸿友等。

表9：全球空压机主流代工方

公司名称	概况	主要产品	经营规模	业务模式	主要业务结构
欧圣电气	成立于2009年，主营小型空压机和干湿两用吸尘器的代工生产，与Lowe's、The Home Depot、Walmart等北美知名零售商深度合作	小型空压机、干湿吸尘器	2023年度营业收入12.16亿元	ODM, 品牌授权, OBM, OEM	2023年小型空压机占主营业务收入比例为36%。 2023年境外占比99%，北美为主
创科实业/TTI	成立于1985年,全球著名品牌电动工具生产商,从事电动工具及地板护理工具的研发、设计、生产与销售,广泛用于改善家居环境及建筑行业,于1990年在香港联合交易所上市。	电动工具、电动工具配件、户外园艺工具及户外园艺工具配件	2023年度实现营业收入137.31亿美元	ODM, 品牌授权, OBM	2023年电动工具占主营业务收入比例为93%。 2023年北美和欧洲业务收入比例为91.81%
鑫磊压缩机股份有限公司	2006年成立,主导产品从1HP到600HP不等规格约1,000多种款式空压机,有活塞机、回转式、涡旋式和螺杆式四大系列。	空压机	2023年度营业收入7.783亿元	OBM、ODM	2023年空气压缩机及离心鼓风机占主营业务收入比例为65.71%。 2023年中国/国外业务收入比例为71.02%/28.98%
诺爱(上海)压缩机有限公司	2004年成立,注册资本230万欧元,意大利诺爱集团在中国的独资企业,生产空压机及零部件。	空压机及零部件	无公开资料	无公开资料	无公开资料
浙江鸿友压缩机制造有限公司	2003年成立,注册资本1804.44万元,是一家专业生产空气压缩机的出口型企业。	空气压缩机	无公开资料	无公开资料	无公开资料
MAT Holdings, Inc.	1984年成立,总部位于美国芝加哥,主要产品包括金属丝网、园林机械、小型空压机、气动工具等,在中国昆山投资设立了苏州鸿本机械制造有限公司。	园林机械、小型空压机、气动工具	无公开资料	无公开资料	无公开资料

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

欧圣绑定头部零售商和品牌商，稳居北美龙头。2023年欧圣对北美销量占整体国内对北美出口量的 29.84%，与 The Home Depot、Walmart、Lowe's 等头部零售商有十年以上的长期合作，获得 Stanley 等头部品牌商授权，2020年前六大客户贡献公司小型空压机收入 93%。该公司在头部下游客户市场份额较高，如占 The Home Depot 小型空压机采购金额的 30%，Canadian Tire 的 80%，Harbor Freight Tools 的 10-20%。

表10：欧圣电气空压机对北美销量占中国出口量较高

万台/百万元	2018	2019	2020	2021	2022	2023
国内小型空压机对美加出口台数	409.15	310.25	411.03	437.18	297.19	243.54
公司小型空压机对美加出口台数	93.05	65.05	90.00	73.33	72.74	72.67
占比	22.74%	20.97%	21.90%	16.77%	24.48%	29.84%
国内小型空压机对美加出口金额	2,041.60	1,600.70	2,078.60	2,080.34	1,901.86	1,747.53
公司小型空压机对美加出口金额	411.08	342.51	498.89	440.59	443.09	432.12
占比	20.14%	21.40%	24.00%	21.18%	23.30%	24.73%

资料来源：海关总署，公司公告，浙商证券研究所

表11：欧圣电气空压机前六大客户

主要客户	2020年营收占比	2020年毛利率	合作方式	合作细节
Lowe's	30.2%	32.42%	ODM/品牌授权/自有品牌销售	采购以大加仑静音型空压机为主，产品附加值更高，毛利率更高
The Home Depot	32.5%	25.66%	ODM/品牌授权/自有品牌销售	采购量大，整体单价和毛利率略低
Canadian Tire Corporation	10.85%	22.17%	ODM	产品定位汽车洗护修理，产品精细度和附加值要求较低，毛利率更低
Walmart	8.12%	22.93%	ODM/品牌授权	ODM模式和品牌授权模式（Briggs&Stratton）并行，前者占比提升
Menards	6.0%	35.43%	ODM/品牌授权	物流采用DDP模式，且采购量较少
Harbor Freight Tools	5.4%	—	ODM	—
前六大客户占空压机收入	92.9%	—	—	—

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

欧圣通过产品制造、渠道布局和服务优势，有望持续提升市场份额。2023年，公司小型空压机销售量占国内空压机整体出口量的6.49%，份额提升仍有空间，主要路径包括：
1) 扩大合作型号，提高现有合作客户份额：24年4月公司公告收到The Home Depot旗下Husky品牌小型空压机采购承诺函，预计采购金额2000万美元，采购型号扩大到12款；
2) 加大北美渠道下沉：除了公司主要合作的龙头家居零售商外，北美下沉渠道较大增量市场有待开发；
3) 开拓欧洲等新市场：2019年中国空压机出口海外结构中欧洲/北美占比分别为39.7%/29.1%。后文我们将对公司核心优势和欧洲市场开拓作详细展开。

表12：欧圣电气空压机销量占中国出口量还有提升空间

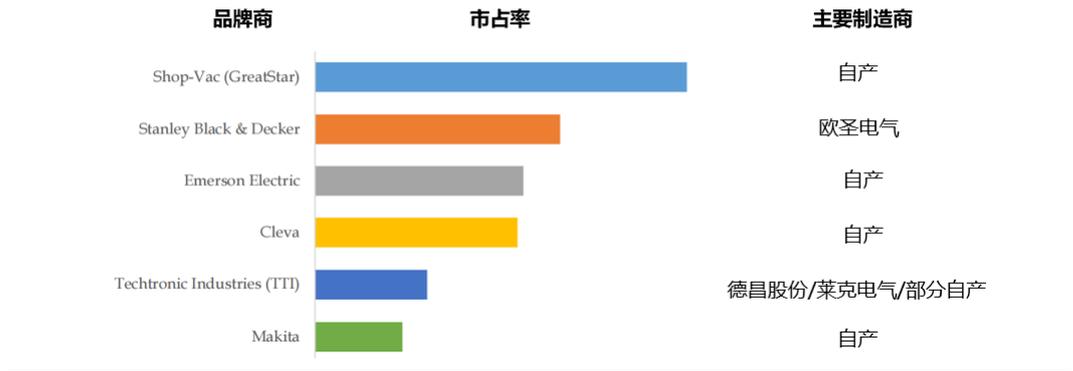
万台/百万元	2018	2019	2020	2021	2022	2023
国内小型空压机出口台数	1210.05	1153.25	1316.03	1503.34	1077.28	1130.85
公司小型空压机出口台数	93.72	65.72	90.95	74.74	73.34	73.34
占比	7.75%	5.70%	6.91%	4.97%	6.81%	6.49%
国内小型空压机出口金额	8362.96	8634.04	10154.40	12951.34	12477.13	12129.23
公司小型空压机出口金额	415.02	345.80	503.67	444.82	447.34	436.26
占比	4.96%	4.01%	4.96%	3.43%	3.59%	3.60%

资料来源：海关总署，公司公告，浙商证券研究所

3.2 干湿吸尘器专业领先，头部品牌授权合作

全球干湿吸尘器品牌格局集中，以工具制造商占优。根据QY Research，2023年全球干湿两用吸尘器排名五大厂商约占61%市场份额，均为工具制造商，这与使用场景主要在建筑和木工有关，分别是Shop-Vac（已被巨星科技收购）、美国Emerson旗下Rigid品牌、Stanley Black& Decker旗下Stanley、Porter Cable、Craftsman、Dewalt品牌，苏州天佑电器旗下自有品牌Cleva，创科实业（包括其收购品牌Hoover）等。此外，还有两类玩家补充：1) 家电品牌如Shark、博世等，主营产品为以家庭使用场景的手持或立式吸尘器，但由于技术和生产有一定共通性，也会推出少量干湿吸尘器产品；2) 头部零售商比如自有品牌，比如Walmart、The Home Depot、Harbor Freight Tools等。

图19：北美干湿吸尘器主流品牌及核心生产商



资料来源: QY Research, 公司公告, 浙商证券研究所

中国是干湿吸尘器出口大国。干湿吸尘器除了 Shop-Vac, Emerson, 创科实业等少数拥有自有品牌的工具制造品牌自产高档类产品外, 大多品牌商采用代工模式, 中国是吸尘器出口大国, 23 年中国吸尘器出口占全球出口 46.38%。核心玩家有两类, 一类主要生产干湿两用吸尘器, 比如欧圣电气、苏州天佑, 另一类主要生产家庭地板清洁吸尘器, 比如德昌股份、富佳股份。

表13: 全球干湿吸尘器主流代工厂

代工厂	23年收入情况	公司介绍	终端产品品牌	
			公司	品牌
欧圣电气	干湿两用吸尘器收入6.53亿元 收入占比53.7% 毛利率39.4%	成立于2009年, 主营小型空压机和干湿两用吸尘器的代工生产, 与Lowe's、The Home Depot、Walmart等北美知名零售商深度合作	Stanley Black& Decker	Dewalt Stanley Porter Cable Black& Decker Craftsman Electrolux
			Walmart	Hyper Tough
			Harbor Freight Tools	Bauer
			The Home Depot	Husky
富佳实业	有线吸尘器收入7.29亿元 收入占比27.08% 毛利率21.1%	公司专业生产真空吸尘器和智能家电产品,是全国十大吸尘器出口企业、浙江省大型骨干外向型真空吸尘器制造商、国家高新技术企业, 主要通过ODM方式向北美、欧洲、亚洲、大洋洲等多个国家和地区的著名企业供货	Electrolux Group	AEG Electrolux
			Grey Technology Ltd	G Tech
			SharkNinja Global SPV.Ltd.	Shark
德昌电机	吸尘器收入16.31亿元 收入占比58.78% 毛利率17.1%	公司生产电机和家用吸尘器, 是中国十大吸尘器出口企业、浙江省绿色工厂、浙江省隐形冠军培育企业, 主要通过ODM/OEM方式向美国、欧洲市场的著名品牌供货	创科实业 (TTI)	Dirt Devil Hoover Vax
			SharkNinja Global SPV.Ltd.	Shark
天佑电器	无公开资料	公司生产园林机械、机具, 干湿吸尘器等, 是国家高新技术企业, 以自有品牌和品牌授权方式向美国、欧洲著名品牌供货	Cleva (天佑电器)	Cleva
			Transformco	Kenmore Kenmore Elite
			Armor All	Armor All

资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所

欧圣绑定头部品牌和核心渠道, 干湿吸尘器代工行业领先。欧圣获得头部品牌 Stanley 授权, 代理旗下 Dewalt、Stanley、Porter Cable、Black& Decker、Craftsman 等从高端到中端多个品牌, 并通过合作渠道 Costco、Lowe's、Amazon 等销售。此外, 公司以 ODM 模式与头部零售商自有品牌进行合作, 包括 Walmart 旗下 Hyper Tough, The Home Depot 旗下 Husky, Harbor Freight Tools 旗下 Bauer 等。2020 年吸尘器头部五大客户收入占比为 82.76%。公司在部分客户市场份额较高, 如占 Costco 干湿吸尘器采购额的 90% (主要是

Dewalt 品牌授权产品), The Home Depot 的 10%以内, 独家供应 Harbor Freight Tools 的干湿吸尘器。

表14: 欧圣电气干湿吸尘器核心客户

主要客户	2020年营收占比	2020年毛利率	合作方式	合作细节
Lowe's	25.27%	38.23%	品牌授权	主要出货高端品牌Dewalt,FOB模式
Amazon	18.99%	66.87%	品牌授权/自有品牌销售	电商直销,毛利率更高
Costco	18.73%	54.93%	品牌授权	2019年主销品从中端品牌Porter Cable转换为高端品牌Dewalt,且由于中美贸易摩擦,贸易模式从FOB转为DDP,销售价格和毛利率较高
Harbor Freight Tools	13.57%	35.85%	ODM	主要代工合作Bauer,FOB模式
Stanley Black&Decker	6.21%	21.43%	OEM	公司直接与Stanley Black&Decker交易为OEM模式,毛利率偏低
前五大客户占空压机收入	82.76%			

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

欧圣通过产品制造、渠道布局和服务优势, 有望持续提升市场份额。2023 年公司干湿吸尘器销售额仅占中国吸尘器整体出口额的 1.57%, 占中国对北美出口量的 6.16%, 如果仅考虑干湿吸尘器, 市场份额预计更高。长期看, 份额提升仍有空间, 主要路径包括扩大合作型号、加大北美渠道下沉, 开拓欧洲等新市场等。后文我们将对公司核心优势和欧洲市场开拓作详细展开。

表15: 欧圣电气干湿吸尘器销量占中国出口量还有提升空间

亿/万台	2018	2019	2020	2021	2022	2023
国内吸尘器出口金额	309.18	327.64	426.18	466.61	391.44	420.24
公司吸尘器销售金额	1.86	2.37	4.21	6.91	6.36	6.53
占比	0.60%	0.72%	0.99%	1.48%	1.63%	1.55%
国内吸尘器出口量	11,718.34	12,760.19	15,972.88	17,742.22	13,199.62	15,095.05
公司吸尘器销售量	112.88	107.15	144.99	327.78	253.27	287.32
占比	0.96%	0.84%	0.91%	1.85%	1.92%	1.90%

资料来源: 海关总署, 公司公告, 浙商证券研究所

表16: 欧圣电气向北美销量占中国向北美出口量还有提升空间

亿/万台	2018	2019	2020	2021	2022	2023
国内吸尘器对美加出口金额	125.18	105.06	156.18	145.38	121.85	105.12
公司吸尘器对美加销售金额	1.86	2.37	4.21	6.91	6.36	6.53
占比	1.49%	2.26%	2.69%	4.75%	5.22%	6.21%
国内吸尘器对美加出口量	4,534.24	4,218.04	6,051.18	5,793.75	4,200.28	3,903.96
公司吸尘器对美加销售量	98.39	92.81	136.78	327.78	253.27	287.32
占比	2.17%	2.20%	2.26%	5.66%	6.03%	7.36%

资料来源: 海关总署, 公司公告, 浙商证券研究所

3.3 提市占驱动一：生产销售一体化，构造差异化壁垒

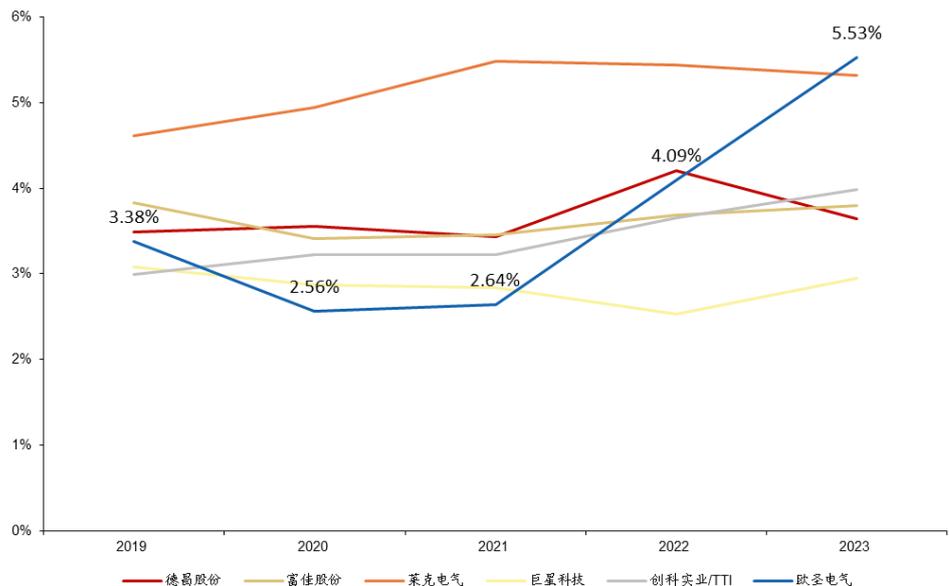
研发实力领先，解决核心痛点。公司研发的静音机产品解决了传统空压机噪声大、振动大等痛点，推出“便携手推式小型空压机”、“低噪音电控空气压缩机”是江苏省科技厅认定的高新技术产品。公司研发的吸尘器过滤器抖动除灰技术可以自动清理过滤袋灰尘，并于2018年获得Stanley 高端品牌Dewalt 授权，推动干湿吸尘器收入贡献从2018年29.5%提升到2023年53.7%，毛利率提升10.18pct。同时为适应两个品类升级迭代快的特征，公司每年推出数百款新品。公司研发费用率从2020年2.6%持续提升到23年的5.5%，研发投入持续。截至2023年12月31日，公司拥有已授权有效专利327项，其中94项发明专利，141项实用新型专利，92项外观设计专利。

表17：欧圣电气核心技术

	已有技术	在研技术
空压机	新型带传动技术 新型直流无刷电机在空压机中的应用技术 活塞定位方式的设计及生产工艺技术 电机冷却散热技术在空压机中的应用技术 空压机降噪技术	小型空压机便携无线控制 智能化控制技术
吸尘器	机械冲击及外部空气反冲之过滤器自清洁技术 干湿两用吸尘器过滤装置快锁快拆技术 吸尘器过滤器抖动除灰技术 吸尘器金属尘桶防静电技术 吸尘器定向绕放线技术等核心吸尘技术 吸尘器低噪音技术 无线手环遥控技术	吸尘器灰尘分离技术 吸尘器过滤器气流反流自清洁技术

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图20：欧圣电气研发费用率处于行业前列

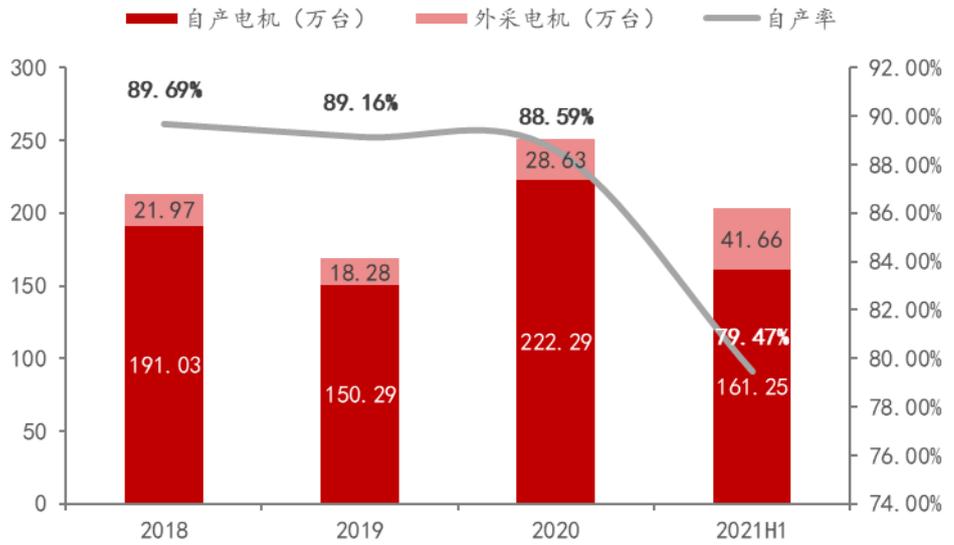


资料来源：Wind，浙商证券研究所

生产垂直一体化，核心电机自产，掌握成本优势。与同业相比，公司具备“制罐、电机、整机装配”关键零部件自制的垂直一体化生产优势，形成了核心部件研发与自制、产

品设计与开发、整机组装和物流配送等完整业务体系。以核心部件电机为例，公司自产电机占比在79%以上，小型空压机电机全部自产，采用具有静音技术的感应电机，干湿吸尘器电机考虑规格、型号、设计结构差异性较大采取部分外协。公司自制电机成本低于外购，为公司提供成本端优势。

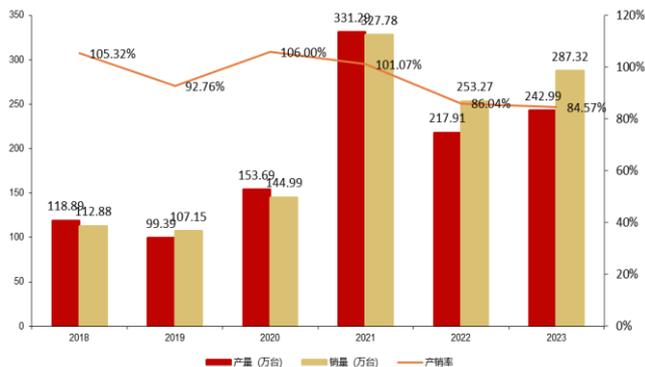
图21：欧圣电气核心电机自产为主



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

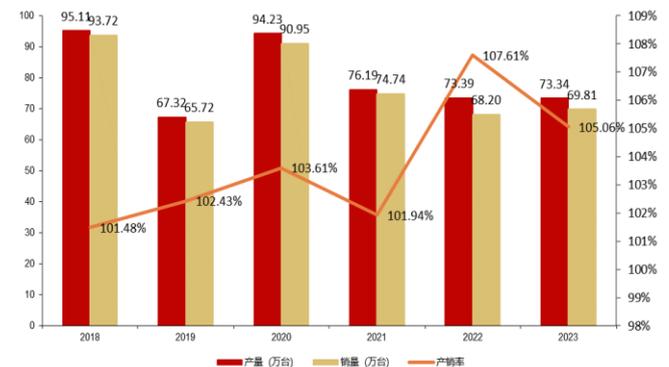
现有产能利用率高，马来西亚扩产即将落地。公司生产基地位于苏州市，2023年公司吸尘器产量约243万台，空压机产量约70万台，产销率都在100%以上。2022年公司IPO上市募资主要用于扩大产能，包括年产空压机145万台生产技术项目（2024年中暂停），以及研发中心改建生产技术改造项目（预计10月31日达产）。另外，超募资金将投向南通装备产业园（预计2026年中达产），以及马来西亚机电设备生产项目（预计2024年底达产）。海外扩厂可缓解公司产能瓶颈，同时有效规避美国加税实现降本，马来西亚产业园位置较优，位于佛柔州新山市华人聚集区北干那那镇，紧邻新加坡和佛柔港，交通便利，且可享受当地税收优惠，有助推动公司利润优化。

图22：欧圣电器吸尘器产销率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图23：欧圣电气空压机产销率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图24：马来西亚工厂位置图



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

核心零售商合作稳定，多商业模式渠道共用。2023年公司前五大客户占公司总收入的62.5%，分别是Lowe's/ Harbor Freight Tools/ Amazon/ The Home Depot/ Costco，均为头部的连锁零售商或电商，形成稳定合作关系。公司可以向同一客户同时销售品牌授权产品、自有品牌和通过ODM模式销售产品，对于零售商而言，货架产品销售额是核心考虑因素，允许多产品并存。以Lowe's为例，公司向其通过ODM模式销售Kobalt空压机，以品牌授权模式销售Briggs&Stratton、Dewalt、Porter Cable的空压机和吸尘器，同时销售公司自有品牌为Stealth小型空压机。公司视品牌定位不同，在销售渠道会有一定区隔，比如高端品牌Dewalt主要销售在专业建材零售商如The Home Depot、Lowe's，中端品牌Stanley主要在Walmart等普通百货零售商，考虑Craftsman与Lowe's合作紧密，空压机优先销售给Lowe's，干湿吸尘器独供。

表18：欧圣电气合作前5大客户

客户名称	客户介绍	合作开始时间	2023年对欧圣采购额(百万元)	2023年占欧圣收入占比	主要销售产品	ODM模式	品牌授权模式	自有品牌模式
Lowe's	成立于1952年，全球领先的家居建材用品零售商，连锁商店数量达2,000多家。	2011	299.30	24.61%	空压机/吸尘器	Kobalt(空压机)	Briggs&Stratton(空压机) Dewalt(空压机/吸尘器) Porter Cable(吸尘器) Craftsman(空压机/吸尘器)	Stealth(空压机)
Harbor Freight Tools	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1,000家门店，提供超过7,000种工具和相关产品。	2017	139.20	11.45%	空压机/吸尘器	Bauer(吸尘器) McGRAW(空压机)		
Amazon	成立于1995年，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。	2016	135.35	11.13%	空压机/吸尘器		Stanley(吸尘器/空压机) Dewalt(吸尘器)	ALTON(吸尘器配件) Stealth(空压机)
The Home Depot	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。	2013	94.11	7.74%	空压机/吸尘器	Husky(空压机) Anvil(空压机/吸尘器)	Briggs&Stratton(空压机) Stanley(吸尘器/空压机) Dewalt(空压机/吸尘器)	ALTON(吸尘器配件) Stealth(空压机)
Costco	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。	2009	92.37	7.60%	空压机/吸尘器		Dewalt(吸尘器) Porter Cable(吸尘器)	
前五大客户合计			760.34	62.52%				

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

仓储物流售后团队本土化，打造差异化服务壁垒。公司 ODM 模式与一般代工厂不同，可提供售后服务，比如与 Walmart、The Home Depot、Costco、Menards、Amazon 合作提供售后服务并承担相应费用。品牌授权模式中，公司主导产品设计，负责仓储物流、销售、售后服务等，采取协商决定的最终销售价格，以及在许可销售渠道和地区进行产品推广。这都源于公司在北美当地建立了完善的“协助产品开发设计——仓储配套——销售渠道网络——售后服务系统”。**1) 仓储：**公司在美国当地建有海外仓储中心，可及时响应零售商等客户零散订单需求，其中，新建的仓储中心紧邻美国亚马逊西芝加哥仓储中心，以及美西拉斯维加斯，可以对亚马逊订单做第一时间响应。**2) 售后服务：**公司在美国当地配备了专业售后服务团队直接面对终端消费者，降低产品退货比例，推介开发产品的配套附件市场，快速满足零售商关于产品售后服务的需求。

表19：欧圣电气与核心客户的销售服务条款

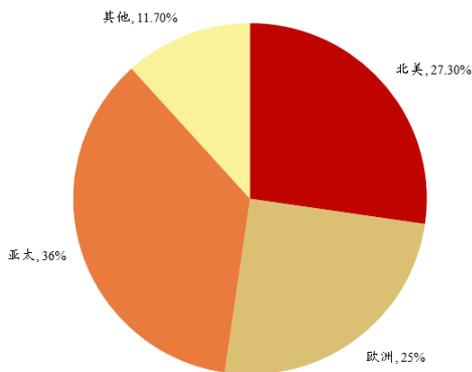
核心客户	产品开发	产品定价	终端售后服务
Walmart	公司主导，客户确认及提建议	根据市场调研给建议零售价格，最终定价由客户决定	公司提供售后服务
Lowe's	公司主导，客户确认及提建议		客户指定售后服务公司，公司承担售后费用
The Home Depot	公司主导，客户确认及提建议		公司提供售后服务
Costco	公司主导，客户每年选择一款设计风格		公司提供售后服务
Canadian Tire Corporation	公司主导，客户确认及提建议		客户提供售后服务
Menards	客户对功能性能提出需求，外观公司主导		公司提供售后服务
Harbor Freight Tools	公司主导，客户确认及提建议		客户提供售后服务
Amazon	产品结构及外观公司主导		公司提供售后服务

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.4 提市占驱动二：非美新市场加速开拓

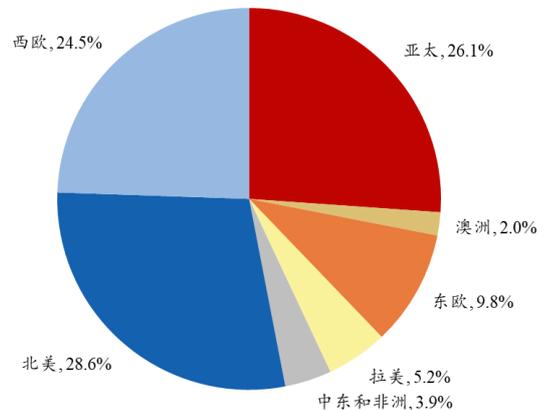
非美新市场开拓空间广大。1) **空压机：**根据华经产业研究院，2019 年全球气动工具市场前三大区域分别为亚太/北美/欧洲，分别占比 36%/27.3%/25%；2) **吸尘器：**根据欧睿，2023 年全球吸尘器市场规模前三大区域分别为北美/亚太/西欧，分别占比为 28.6%/26.1%/24.5%，18-23 年市场规模复合增速分别为 1.55%/3.62%/0.66%。公司利用北美龙头地位拓展新市场空间广大。

图25：全球气动工具市场按区域分布



资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

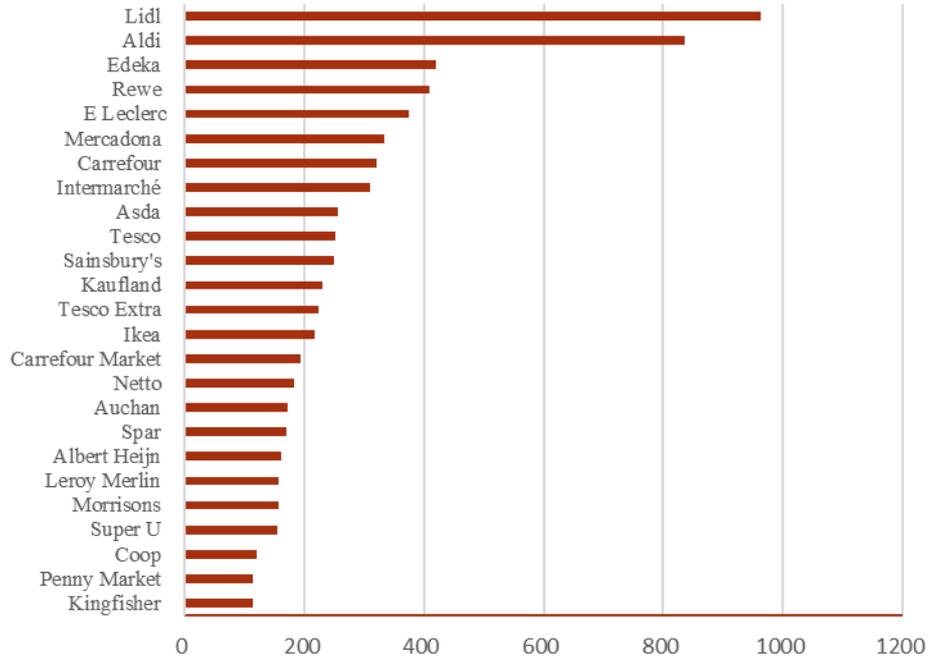
图26：全球吸尘器市场按区域分布



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

新市场渠道和品牌格局差异大，挑战与机遇并存。以欧洲为例，欧洲渠道集中度相对北美较低，每个国家主流渠道均有差异，Walmart、The Home Depot、Costco 等北美渠道在欧洲市占率较低，需要重新铺设渠道合作。另外，欧洲干湿吸尘器和小型空压机品牌格局与北美市场有差异，除了公司已有合作的 Stanley 在欧洲市场有一席之地外，小型空压机玩家包括 Einhell、Metabo、Scheppach、ABAC 和 FNA 旗下的 Fini、Nuair 等，干湿吸尘器玩家包括本土专业清洁设备品牌如德国 Karcher、丹麦 Nilfisk、英国 Numatic 等，以及跨国工具制造商如 TTI 旗下的 Milwaukee 等。

图27：2023 年欧洲 Grocery Retail 主要零售商销售额排名（单位：亿美元）



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

欧圣依托北美龙头优势，加速海外布局。公司重点加大对欧洲、南美、澳洲、日韩、中东等国家的开拓，目前公司在荷兰设立了高度本地化的市场开发和分销中心，雇佣当地著名市场开发团队服务全欧洲市场，并通过收购瑞士知名渠道商 LIMEX Handels GmbH 铺货当地市场，进入龙头家居零售商及折扣连锁店销售，同时通过亚马逊和当地自有渠道推进自有品牌销售。

图28：欧圣全球分部职能

地点	职能
中国南通、苏州、上海、深圳	研发中心、全球电商中心、生产中心
马来西亚柔佛州	生产分部、研发分部
美国芝加哥、洛杉矶	分销和市场中心
荷兰	分销和市场中心
日本	销售中心

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图29：欧圣全球布局



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

4 新品开拓空间广，关注护理机器人

围绕气动工具及清洁电器，可延展新品空间广。根据前文，公司具有前沿领先的研发实力，海外产能布局优势，国际知名零售商及品牌商的合作网络，本土化仓储物流售后团队，这都为公司延展新品提供坚实基础。公司未来延展新品方向包括：1) 清洁设备品类方向，立足干湿两用吸尘器市场竞争优势，可向洗地机、工业风扇等延伸；2) 空气动力设备方向：依靠小型空压机在优质客户较高的市场份额，加大向小型空压机下游配套的气动工具、气动附件延伸；3) 护理机器人等高端前沿产品。

以护理机器人为例：银发经济长坡厚雪，技术多次迭代成熟

银发经济长坡厚雪，机器人解决护工短缺及成本高企痛点。根据民政部《2022年度国家老龄事业发展公报》与武汉大学和北京大学联合发布的《中国老年健康报告（2024）》，我国目前60岁以上失能人口规模为4654万，失能率为16.2%，人均经济负担约2.9万元/年。目前养老护理员数量仅为32.2万名，即使按轻度失能老人4:1的护理配置计算，护理人员缺口也高达170万。随老龄化程度的加深，我国养老护理市场空间巨大，且出海也有广阔市场。

护理机器人行业大多仍处研发初期，欧圣研发时间长。行业主要公司多数近年创立且尚未上市，目前大多处于首轮融资或计划融资阶段，主要生产商包括欧圣电气、戴恩医疗科技、哈工大机器人、培护宁福祉科技、全品医疗等，目前国内尚无大规模量产的护理机器人产品。欧圣电气早在10年前就已开始研发第一代护理机器人，主要是穿戴型，目前已经迭代到第5代，率先进入临床阶段。

表20：护理机器人主要玩家

主要竞争对手	国别	产品销售情况	产品描述
欧圣电气	中国	2018年第四代产品开始销售，累计到2021H1销售额超过260万元	穿戴式护理机，主要针对客户是有一定行动能力的大小便失禁患者，10年研发，目前迭代到第五代，已进入临床应用阶段
宁波培护宁福祉科技有限公司	中国	2019年产品上市，2019年产值约600万元	穿戴式护理机，主要针对客户是有一定行动能力的大小便失禁患者，近两年进入护理机领域，主要销售市场为中国国内
深圳市全品医疗科技有限公司	中国	2017年开始销售，与数十家养老院及医院建立了合作	非穿戴式卧床护理机，针对无行动能力患者，近两年进入护理机领域，主要销售市场为中国国内
Ever Care Inc.	日本	最早开始销售护理机的企业之一，已有十多年的销售历史	非穿戴式卧床护理机，针对无行动能力患者，较早进入护理机领域，主要销售市场为日本，产品应用成熟，产品设计结构为使用
Curaco, Inc.	韩国	2007年成立，产品2011年获得CE认证，2014年获得USFDA认证	穿戴式护理机，针对有一定行动能力患者，较早进入护理机领域，主要销售市场为韩国，产品应用成熟。

资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

欧圣产品技术占优，已进入临床应用阶段，放量可期。公司第五代护理机器人采用集便头和包裤的快速连接功能，相比前代大幅降低了穿戴难度；采用充气气囊和自动恒压技术，为不同性别体型的用户提供了定制化设计，提高产品舒适性，同时有效防止排泄和清洗过程的侧漏及卫生问题；另外增加助便功能，可以改善长期卧床病人排便困难和胀气问题；通过无线供电和数据传输技术及手机远程监控平台，提高了产品安全性。与竞争对手相比，公司技术领先，在干湿两用吸尘器和小型空压机领域拥有包括除水过滤工艺和电机隔音降噪技术的深厚技术积累，可在护理机器人领域继续沿用。

图30：欧圣电气护理机器人示意图



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表21：公司护理机器人研发进程

护理机研发系列型号	研发情况	生产情况
第一代护理机器人	该系列护理机器人采用主机、工作头、连接软管、特制床垫结构方案，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。由于该系列产品为非穿戴型，用户活动性较差，特别是卧床翻身不方便，因此产品处于实验室研发试制阶段，未进入市场推广。	由于该系列产品为非穿戴型，用户活动性较差，特别是卧床翻身不方便，因此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	该系列护理机器人采用主机、穿戴式工作头、防水纸尿裤、连接软管结构方案，在第一代护理机器人产品基础上，该系列型号删除特制的床垫，实现工作头穿戴灵活，并且可以侧身90度使用。从该机型开始，护理机机型转变为穿戴型，为患者增加了便利。	从该系列护理机机型转变为穿戴型，为患者增加了行动性便利，产品也从实验室试制步入了小批量市场推广出货阶段，由于防水纸尿裤贴合性一般，患者侧身时容易侧漏，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	该系列护理机器人采用主机、穿戴式工作头、连接软管结构方案，该系列产品删除纸尿裤，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，没有进行批量量产。
第四代护理机器人	将第三代改善方案标准化，并开始进行防水测试，提高了防水性能；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	通过改善第四代方案，集便头和包裤的快速连接功能使得包裤的穿戴更加方便和快捷，目前该功能和穿戴纸尿裤的难度和时间相当。采用充气气囊和自动恒压技术起到密封防水作用。实现了集便头和主机之间的无线供电和无线数据传输。实现了集便头和软管的一键自清洁功能。实现了护理机器人和云平台的数据交换，手机可以通过远程监控和绑定护理机器人。新增助便功能可以帮助病人自主排便以及排出胀气。	进入临床试用环节

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

5 盈利预测与估值

我们看好公司在美国降息周期下出口需求持续增长带来的行业性增长机会，同时依靠突出的技术研发和海外产能优势，与头部品牌及零售商长时间强绑定的合作关系，以及本土化仓储物流售后服务，预计干湿吸尘器和小型空压机的市场份额能持续提升，中长期看好非美市场的持续开拓，以及空气动力设备、清洁设备、以及护理机器人等新品放量。

1. 收入预测

我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 17.9/23.0/27.7 亿元，同比 +47.2%/+28.3%/+20.8%。拆分产品看：1) 干湿两用吸尘器：我们预计 2024-2026 年营业收入同比 +30%/+20%/+15%，2024 年高增，主要来自出口补库回暖，以及美国市场份额提升叠加新市场开拓带来的放量；2) 小型空压机：我们预计 2024-2026 年营业收入同比 +50%/+20%/+10%，2024 年高增，除出口补库回暖外，大客户如家得宝等新增订单放量带

来美国市场份额提升比吸尘器品类更明显，同时非美新市场开拓带来增量；3) 配件及其他：我们预计 2024-2026 年营业收入同比+126%/+72%/+50%，其中包括洗地机、护理机器人、铲雪机等新品的放量。

表22：分产品预测

单位：百万元	2019	2020	2021	2022	2023	2024 E	2025 E	2026 E
干湿两用吸尘器	237.17	420.83	690.61	636.09	653.05	848.97	1018.76	1171.57
YOY	27.46%	77.44%	64.11%	-7.89%	2.67%	30%	20%	15%
收入占比	38.9%	42.5%	52.5%	49.5%	53.7%	47.4%	44.4%	42.2%
毛利率	41.5%	37.3%	26.0%	32.5%	39.4%	38.8%	39%	39%
小型空压机	345.80	503.67	444.82	447.34	436.26	654	785	863.80
YOY	-16.68%	45.65%	-11.68%	0.57%	-2.48%	50%	20%	10%
占比	56.7%	50.8%	33.8%	34.8%	35.9%	36.5%	34.2%	31.1%
毛利率	28.8%	25.7%	15.0%	23.4%	27.6%	28.6%	29%	29%
配件及其他	15.43	27.90	170.46	200.32	126.81	287	493	739.16
YOY	-12.13%	80.82%	510.97%	17.52%	-37%	126%	72%	50%
占比	2.5%	2.8%	13.0%	15.6%	10.4%	16.0%	21.5%	26.6%
毛利率	61.7%	56.5%	32.4%	35.9%	45.6%	42.0%	42%	42%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2. 利润预测

我们预计 2024-2026 年毛利率分别为 35.6%/36%/36.5%，根据前文，毛利率短期主要受汇率、运费以及原材料成本波动，中长期看，毛利率提升受益于中高端产品占比提升，同时马来西亚产能释放有助于优化利润。因此，我们预计 2024-2026 年公司实现归母净利润 2.46/3.16/3.89 亿元，同比+40.8%/28.4%/23.1%。

3. 估值与投资评级

综合以上假设，我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 17.9/23.0/27.7 亿元，同比+47.2%/+28.3%/+20.8%，实现归母净利润 2.46/3.16/3.89 亿元，同比+40.8%/28.4%/23.1%，对应当前市值 PE 为 19.6/15.2/12.4。我们看好公司受益于美国降息周期地产链回暖的行业 beta 机会，同时市占率提升及新品开拓提供成长空间，首次覆盖给予“增持”评级。

表23：可比公司估值

股票名称	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				PE		
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
德昌股份	73	27.75	37.65	47.26	57.15	3.22	4.11	5.15	6.32	17.8	14.2	11.5
yoy		43%	36%	26%	21%	8%	27%	25%	23%			
莱克电气	139	87.92	100.05	111.68	125.06	11.17	12.06	13.71	15.83	11.5	10.1	8.8
yoy		-1%	14%	12%	12%	14%	8%	14%	15%			
富佳股份	72	26.93	30.89	35.33	40.54	2.61	3.11	3.52	4.02	23.3	20.5	18.0
yoy		-2%	15%	14%	15%	-25%	19%	13%	14%			
巨星科技	341	109.30	137.02	165.62	197.33	16.92	21.80	26.13	30.90	15.6	13.1	11.0
yoy		-13%	25%	21%	19%	19%	29%	20%	18%			
行业平均										17.5	14.9	12.8
欧圣电气	48	12.16	17.91	22.97	27.75	1.75	2.46	3.16	3.89	19.6	15.2	12.4
yoy		-5%	47%	28%	21%	8%	41%	28%	23%			

注：收盘价为 2024/10/25，可比公司均采用 wind 一致预期

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

6 风险提示

(1) 出口需求波动。公司受下游补库节奏和地产链需求变动影响，同时美联储降息节奏对地产链相关需求影响较大，若美联储降息不及预期，需求传导不及预期，也会对公司业务也会产生影响。

(2) 原材料成本及汇率变动。公司毛利率变动主要受原材料价格和汇率波动影响，如果原材料成本提升，或人民币升值，将对公司毛利率产生负面影响。

(3) 大客户订单波动风险。公司下游客户主要是头部品牌商和零售商，下游客户需求波动、库存管理偏差以及订单迁移会导致公司业务波动。

(4) 新市场开拓不及预期。根据前文，欧洲市场渠道结构和竞争格局与公司优势美国市场有差异，市场开拓需要时间，推进有可能不及预期。

(5) 新业务放量不及预期。公司洗地机、铲雪机、护理机器人等新品类仍处于拓展新客户和研发应用阶段，有放量节奏不及预期风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,646	1,761	2,174	2,550
现金	1,100	1,055	1,331	1,578
交易性金融资产	200	200	200	200
应收账款	130	253	330	395
其它应收款	11	17	22	27
预付账款	5	8	10	12
存货	140	215	269	326
其他	60	13	13	13
非流动资产	676	928	1,211	1,469
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	285	352	415	472
无形资产	111	166	192	233
在建工程	252	378	566	724
其他	28	31	37	41
资产总计	2,321	2,689	3,385	4,020
流动负债	717	945	1,324	1,570
短期借款	174	261	378	481
应付款项	467	600	822	951
预收账款	0	0	0	0
其他	77	84	124	138
非流动负债	111	101	101	101
长期借款	54	54	54	54
其他	57	47	47	47
负债合计	828	1,046	1,425	1,671
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	1,494	1,644	1,960	2,349
负债和股东权益	2,321	2,689	3,385	4,020

现金流量表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	258	254	471	438
净利润	175	246	316	389
折旧摊销	19	42	45	52
财务费用	(5)	6	8	10
投资损失	(13)	(18)	(23)	(28)
营运资金变动	78	(20)	125	14
其它	4	(2)	0	0
投资活动现金流	(7)	(276)	(304)	(283)
资本支出	(266)	(296)	(328)	(312)
长期投资	246	2	1	2
其他	13	18	23	28
筹资活动现金流	5	(26)	110	92
短期借款	149	87	118	102
长期借款	(1)	0	0	0
其他	(143)	(112)	(8)	(10)
现金净增加额	267	(45)	277	247

利润表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1216	1791	2297	2775
营业成本	781	1153	1470	1762
营业税金及附加	8	9	11	14
营业费用	144	224	287	347
管理费用	52	72	92	111
研发费用	67	90	115	139
财务费用	(38)	(22)	(18)	(23)
资产减值损失	(6)	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	13	18	23	28
其他经营收益	3	7	9	6
营业利润	212	290	372	458
营业外收支	(1)	0	0	0
利润总额	212	290	372	458
所得税	37	43	56	69
净利润	175	246	316	389
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	175	246	316	389
EBITDA	180	310	398	487
EPS (最新摊薄)	0.96	1.35	1.73	2.13

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-5.27%	47.24%	28.27%	20.80%
营业利润	17.37%	36.46%	28.39%	23.14%
归属母公司净利润	8.43%	40.83%	28.39%	23.14%
获利能力				
毛利率	35.78%	35.58%	36.00%	36.48%
净利率	14.38%	13.75%	13.77%	14.03%
ROE	11.71%	14.98%	16.13%	16.57%
ROIC	7.69%	11.62%	12.54%	12.80%
偿债能力				
资产负债率	35.66%	38.88%	42.10%	41.56%
净负债比率	-58.10%	-44.75%	-45.63%	-44.23%
流动比率	2.29	1.86	1.64	1.62
速动比率	2.07	1.61	1.42	1.40
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.71	0.76	0.75
应收账款周转率	10.47	12.07	11.58	11.15
应付账款周转率	2.83	3.24	3.13	2.99
每股指标(元)				
每股收益	0.96	1.35	1.73	2.13
每股经营现金	1.41	1.39	2.58	2.40
每股净资产	8.18	9.00	10.73	12.86
估值比率				
P/E	27.57	19.58	15.25	12.38
P/B	3.23	2.93	2.46	2.05
EV/EBITDA	15.40	13.17	9.86	7.76

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>