

欧圣电气 (301187.SZ)

空压机与清洁工具出海龙头，养老护理业务助力远期成长

优于大市

核心观点

欧圣电气：空压机出口龙头。公司主营空压机、清洁电器等出口，采用代工、品牌授权和自有品牌结合模式，与北美头部品牌商和零售商长期合作，同时基于底层技术的协同性，布局养老护理业务，旗下养老护理机器人已实现批量销售。2019-2024 年营收复合增长 24%至 17.6 亿元，其中空压机和干湿两用吸尘器分别占 24 年收入 37%、50%，归母利润复合增长 34%至 2.5 亿。

海外工具类赛道是一个长坡厚雪的赛道，前瞻布局养老护理设备望迎高景气。公司主要产品所处赛道以海外工具类和清洁产品为主，具体可分为 (1) 气动/电动工具、(2) 清洁电器、(3) 电动户外动力工具 (OPE)。预计全球气动工具行业规模超 100 亿美元、消费级电动工具规模近 90 亿美元、清洁电器规模近 300 亿美元、电动 OPE 超 50 亿美元，所处赛道整体规模约 540 亿美元。这三类赛道需求集中在欧美，且需求刚性较强，其中气电动工具和清洁电器由于发展时间较长，美国的行业 CR5 超过 60%。在养老护理领域，国内养老护理供需矛盾+政策支持背景下，行业望迎来高景气发展。

欧圣电气的核心竞争力。(1) **研发和生产优势：**公司 80%以上的电机自制率和十余年专注于细分赛道造就了公司的强研发和强产品力，同时马来西亚产能覆盖美国需求降低了贸易政策风险；(2) **客户和渠道优势：**美国头部品牌和渠道话语权较强，公司通过多年深耕，与代工客户深度合作的 Program 模式确保了客户粘性和盈利能力，而与渠道的多年合作则强化了品牌运营能力；(3) **本土化服务巩固优势：**通过美国本土仓储中心、售后服务团队的设立，公司进一步巩固了客户的合作深度和粘性。

欧圣电气的增长点：提份额、扩品类、拓市场。公司与头部客户的合作规模仍有提升空间，以 Lowe's 为例，其工具和 OPE 类产品每年近 50 亿美元的收入体量，而 2024 年公司对其收入不到 5 亿人民币；公司依托自身技术协同性，拓展至气/电动工具、OPE 等广阔赛道；加速非美市场扩张，以欧洲为例其相关赛道市场规模超百亿美元，而市场集中度较低。公司通过收购清洁电器制造商 Producteers 的模式强化了渠道和产品能力，提升非美区域扩张效率。**创新推出养老护理机器人，**凭借多年技术和产品积淀，已在市场形成产品+客户的先发卡位优势。

盈利预测与估值：基于公司提份额、扩品类、拓市场的增长逻辑，预计 2025-27 归母净利润+30%、32%、27%至 3.3、4.3、5.5 亿元，EPS 为 1.29/1.69/2.15，对应 PE 为 26/20/16 倍。预计公司合理估值 38.16-45.10 元/股之间，对应 2025 年 PE 为 29-34 倍。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争加剧；贸易摩擦及关税风险；原材料及汇率大幅波动。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,216	1,764	2,488	3,226	3,941
(+/-%)	-5.3%	45.0%	41.0%	29.6%	22.2%
净利润(百万元)	175	253	329	432	549
(+/-%)	8.4%	44.9%	29.7%	31.5%	27.1%
每股收益(元)	0.96	1.39	1.29	1.69	2.15
EBIT Margin	13.5%	14.0%	13.9%	14.8%	15.7%
净资产收益率 (ROE)	11.7%	17.0%	21.1%	26.7%	32.2%
市盈率 (PE)	35.1	24.2	26.129	19.872	15.635
EV/EBITDA	38.4	28.6	24.9	18.2	14.5
市净率 (PB)	4.11	4.11	5.52	5.30	5.04

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

家用电器·小家电

证券分析师：陈伟奇 0755-81982606
chenweiqi@guosen.com.cn
S0980520110004

证券分析师：王兆康 0755-81983063
wangzk@guosen.com.cn
S0980520120004

证券分析师：邹会阳 0755-81981518
zouhuiyang@guosen.com.cn
S0980523020001

证券分析师：李晶 0755-81983063
lijing29@guosen.com.cn
S0980525080003

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	38.16 - 45.10 元
收盘价	33.59 元
总市值/流通市值	8563/2245 百万元
52 周最高价/最低价	48.75/17.72 元
近 3 个月日均成交额	182.39 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

一、欧圣电气：空压机和清洁电器出口龙头	5
公司主营空压机和清洁电器出口，与北美头部品牌商和零售商长期合作	5
收入保持稳健增长，盈利能力持续增长	7
二、行业分析：海外工具赛道长坡厚雪，养老护理产业需求旺盛	8
1、小型空压机及气动工具行业：百亿规模且集中度相对较高	8
2、电动工具和户外动力工具（OPE）行业	10
3、清洁电器行业：稳健的刚需赛道	11
4、养老护理机器人：国内外老年护理赛道痛点较多且未来市场空间大	13
三、公司竞争优势	15
研发和生产优势	15
客户和渠道优势	16
本土化服务优势进一步强化客户粘性	18
四、公司发展展望：份额、品类、区域三管齐下扩张	18
增长点 1：现有客户提份额	18
增长点 2：品类扩张：工具类+养老护理业务	19
增长点 3：非美区域扩张	20
五、财务表现	22
公司毛利率处于行业中上水平，净利率较高	22
公司收入规模低于可比公司，近年收入变动趋势与行业相仿	23
现金流表现较好，周转重回稳定	23
分红水平较高	24
盈利预测	24
六、盈利预测与投资建议	27
盈利预测情景分析	27
估值与投资建议	27
投资建议	30
风险提示	31
附表：财务预测与估值	34

图表目录

图 1: 公司目前主要产品为小型空压机和干湿两用吸尘器.....	5
图 2: 公司成立于 2009 年, 深耕电器类产品.....	5
图 3: 公司护理机器人, 针对卧床人员排泄物的自动清洁和按摩护理等.....	5
图 4: 公司大股东持股比例较高.....	6
图 5: 公司收入经历北美去库存后 2024 重回增长 (单位: 亿元)	7
图 6: 净利润在 2021 年原材料海运影响下滑后重回增长.....	7
图 7: 公司收入以外销为主.....	7
图 8: 公司以品牌授权和 ODM 模式为主.....	7
图 9: 公司毛利率经历上游涨价后逐步恢复.....	8
图 10: 公司费用率经历扩张后在 2024 年整体维持稳定.....	8
图 11: 全球非电动工具规模超 100 亿美元, 气动占比预计提升.....	9
图 12: 参考电动工具, 预计气动工具的需求也以欧美为主.....	9
图 13: 预计全球气动工具 CR5 超 60%.....	10
图 14: 美国线上空压机集中度并不低, CR5 达到 64%.....	10
图 15: 消费级电动工具规模超 100 亿美元.....	11
图 16: 电动 OPE 行业规模近 70 亿美元.....	11
图 17: 干湿两用吸尘器的使用场景更多元.....	11
图 18: 全球吸尘器销额规模接近 300 亿美元.....	12
图 19: 主要地区吸尘器规模稳中有升.....	12
图 20: 美国吸尘器行业集中度远高于欧洲 (2023 年销量口径)	12
图 21: 干湿两用吸尘器的行业集中度较高.....	12
图 22: 国内 60 岁以上人口比例提升.....	13
图 23: 国内人口自然增长率转负.....	13
图 24: 行业主要竞争对手情况.....	15
图 25: 公司电机自产率保持在 75%以上.....	15
图 26: 空压机和吸尘器的产销率保持较高状态.....	15
图 27: 公司与 Lowe's 合作的占比持续提升.....	19
图 28: 公司与大客户合作规模扩大, 但前五大依赖度降低.....	19
图 29: 公司新拓洗地机、割草机等新品类.....	19
图 30: 公司配件及其他业务近年收入持续高增.....	19
图 31: 公司护理机器人, 针对卧床人员排泄物的自动清洁和按摩护理等.....	20
图 32: Producteers 收入和利润 2024H1 重回增长.....	22
图 33: Producteers2025-2027 年条件支付对价的预期 EBITDA.....	22
图 34: 公司毛利率处于行业平均水平.....	22
图 35: 公司净利率整体有所提升.....	22
图 36: 公司费用投入随着品牌业务的扩张有所提升.....	23
图 37: 公司的研发费用率近年迅速提升至行业较高水平.....	23

图 38: 公司收入体量尚有充足的成长空间 (单位: 亿人民币)	23
图 39: 公司的收入变化趋势与行业保持相似方向.....	23
图 40: 公司现金流表现较好.....	24
图 41: 公司周转经历海外去库周期后有所优化.....	24
图 42: 公司现金分红率较高且近年有所提升.....	24
图 43: 公司 2021-24 累计现金分红率领先可比公司.....	24
表 1: 公司高管均为长时间的实业背景出身的资深专家.....	6
表 2: 智慧养老和机器人相关政策梳理.....	13
表 3: 国内外养老护理机器人需求测算: 预计行业远期总需求体量超过 2000 亿人民币.....	14
表 4: 公司加速推进海外产能以及美国本土化产能.....	16
表 5: 分模式看, 公司以品牌授权和 ODM 业务为主.....	16
表 6: 公司代工主要客户均为北美头部渠道商或品牌商.....	16
表 7: 公司的头部品牌授权为美国百年品牌史丹利百得.....	17
表 8: 分模式来看, ODM 的主要客户以渠道客户品牌为主, 品牌授权则主要是龙头品牌商, 代工的净利率预计略高于品牌授权.....	17
表 9: 2024 年公司前五大客户收入占比 57%.....	18
表 10: 预计欧洲的工具类市场规模预计占全球 30%, 整体规模超百亿美元.....	20
表 11: 欧洲主要品类的头部品牌, 整体来看头部品牌的统治力弱于美国.....	21
表 12: 欧圣电气及毛利率预测.....	25
表 13: 欧圣电气盈利预测表.....	26
表 14: 情景分析 (在收入、成本、费用和所得税率全部同向变动 5%时, 乐观、中性、悲观情景)	27
表 15: 公司盈利预测假设条件 (%)	27
表 16: 资本成本假设.....	28
表 17: 欧圣电器 FCFF 估值表.....	28
表 18: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	28
表 19: 同类公司估值比较.....	29

一、欧圣电气：空压机和清洁电器出口龙头

公司主营空压机和清洁电器出口，与北美头部品牌商和零售商长期合作

公司成立于2009年，成立以来专注于小型活塞式空气压缩机（空压机）、清洁电器及工具类产品的研发生产和销售。业务以外销为主，与北美头部零售商（Homedepot、Lowe's、沃尔玛等）以及头部品牌商（Stanley、Black&Decker等）均建立了长期稳定的合作关系。

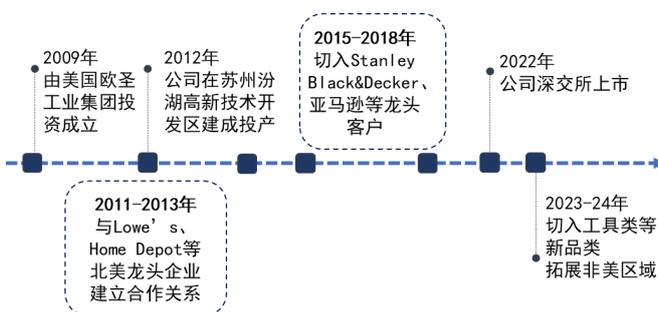
图1：公司目前主要产品为小型空压机和干湿两用吸尘器



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：空压机作为动力设备，一般和气钉枪、气动扳手、喷枪、砂轮机等相关，为这类电动工具提供动力

图2：公司成立于2009年，深耕电器类产品



资料来源：公司官网、公司公告，国信证券经济研究所整理

同时基于小型空压机和干湿两用吸尘器核心技术和生产工艺，公司成功开发出护理机器人等新品类产品，全资子公司伊利诺 ILLINOIS 主营智能护理软硬件、培训体系、运营体系和售后服务一站式的智能护理服务解决方案，主要的硬件产品为二便智能护理机器人，主要用于自动感应、识别失能卧床人员的卧床状态，自动检测、自动处理卧床病人的排泄物。

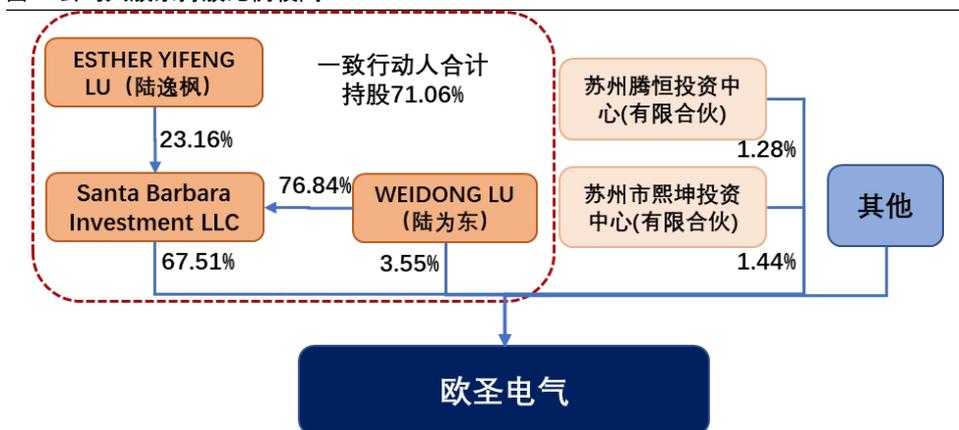
图3：公司护理机器人，针对卧床人员排泄物的自动清洁和按摩护理等



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司股权结构较集中，实控人深耕海外工具行业多年，高管团队行业经验丰富激励充分。公司实控人陆为东及一致行动人持股公司 71.06%，同时设有员工持股平台合计持股 2.72%。实控人美国国籍，为公司核心技术人员，拥有超 40 年从业经验。公司研发、销售总监在公司任职时间超 10 年，业务高管团队大多具有多年电动工具、清洁电器行业背景。

图4: 公司大股东持股比例较高



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 1: 公司高管均为长时间的实业背景出身的资深专家

高管	职位	出生年份	履历
WEIDONG LU (陆为东)	董事长、总经理	1963	美国国籍。历任厦门市东方发展公司经理、奥尔登机械五金（上海）有限公司副总经理、总经理；1998 年 10 月至今，任欧圣美国董事长兼总经理，2009 年 9 月至 2017 年 3 月，历任欧圣有限董事长，总经理。2017 年 3 月至今，任公司董事长，总经理，核心技术人员。
桑树华	副总经理	1977	2000-2005 年，任宝时得科技（中国）有限公司研发部经理；2006-2011 年，任天佑电器（苏州）有限公司研发部副总经理；2011-2017 年任苏州欧圣电气工业有限公司研发总监，副总经理；2017 年 3 月至今，任公司副总经理，核心技术人员。
陈彩慧	副总经理	1978	工程师，2000-2004 年历任钱江摩托集团设计员，销售工程师；2004-2005 年任力华机电销售工程师；2005-2010 年任宁波欧圣自动设备有限公司销售经理；2010-2017 年历任苏州欧圣电气工业有限公司销售经理，销售副总监，销售总监；2017 年 3 月至今，任公司董事，销售总监。
罗刚	董事会秘书	1975	武汉大学金融学研究生学历，曾任宁波华翔电子股份有限公司投资经理，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 月入职公司，现任公司投融资总监。
蒋浩刚	研发副总监	1985	农业电气化与自动化专业本科学历。2007-2014 年历任莱克电气股份有限公司研发工程师，设计经理；2014-2017 年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	1978	2000-2004 年任苏州市医用仪器厂技术部结构设计工程师。2004-2011 年任苏州天佑电器有限公司研发工程师，电器部经理助理。2011-2018 年任苏州欧圣电气工业有限公司吸尘器部经理。2018 年 1 月至今历任研发中心副总监，总监等职务。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

另外公司于 2025 年 6 月发布员工持股计划草案，对高级管理人员及核心员工不超过 80 人授予不超过 150.1 万股（占总股本 0.59%），对应 2025-2027 年的考核触发值目标为收入同比增长 14%/21%/21%，目标值为 20%/28%/28%，彰显增长信心的同时也进一步提升了员工积极性。

收入保持稳健增长，盈利能力持续增长

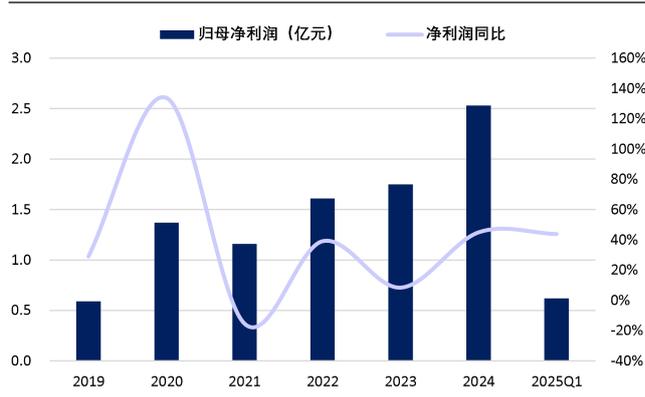
公司收入以北美为代表的海外市场为主，海外收入 2024 年占比 99%。公司收入规模在 2019-2021 年高增，主要受益于疫情导致的美国消费者居家时间增长、清洁和工具类电器需求增加，而 2022-2023 年空压机和吸尘器收入增速下降则主要受到 2021 年美国需求基数和库存较高影响，2024 年在终端库存消化后，收入重回高增。2025Q1 公司收入同比增长 61.3%至 5.25 亿元，2024 年空压机和干湿两用吸尘器收入占比为 37%、50%。

图5：公司收入经历北美去库存后 2024 重回增长（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

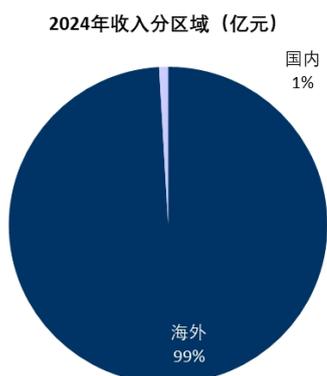
图6：净利润在 2021 年原材料海运影响下滑后重回增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

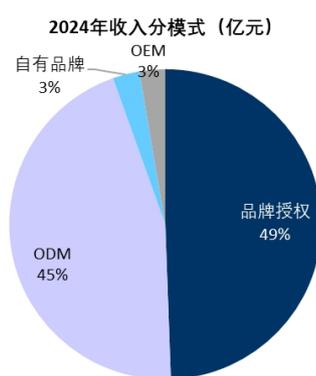
分业务模式看，公司主要以品牌授权和 ODM 模式为主，自有品牌和 OEM 为辅，2024 年品牌授权和 ODM 业务收入 8.7、8.0 亿元，占收入比例 49%、45%。由于公司美国收入占比较高，为降低贸易政策带来的风险，公司已布局马来西亚产能，2024 年 10 月底第一批空压机试产成功，2025 年进入量产阶段。国内产能则主要用于满足非美市场需求以及养老护理设备的研发生产。

图7：公司收入以外销为主



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：公司以品牌授权和 ODM 模式为主

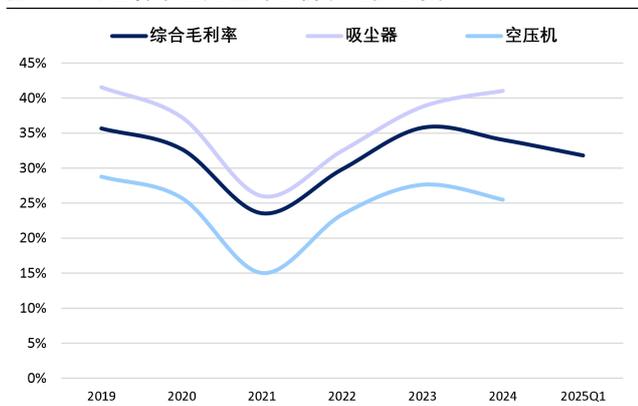


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利方面，毛利率主要受上游大宗原材料、汇率和海运费影响，2021 年毛利率触底后逐步恢复，其中吸尘器毛利率高于空压机主要由于吸尘器采用品牌授权模式，直接向消费者销售（2C）导致毛利率更高，而空压机主要采用代工模式；费用率方面，近年整体费用投入增加，其中一方面来自于技术和管理人员的规模扩张，

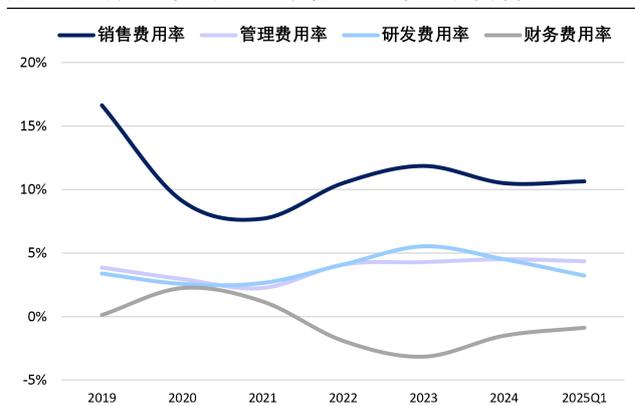
另一方面来自于自有品牌业务拓展带来的平台交易费提升。另外 2022-2023 年利润增速优于收入增速也得益于人民币贬值带来的汇兑收益贡献。2024 年毛利率结构性下行、但费用率维稳略有优化，归母净利润同比增长 45%至 2.53 亿元。

图9：公司毛利率经历上游涨价后逐步恢复



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：公司费用率经历扩张后在 2024 年整体维持稳定



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

二、行业分析：海外工具赛道长坡厚雪，养老护理产业需求旺盛

公司主要产品小型活塞式空气压缩机以家用、车用维修、DIY 等场景为主，通过与气钉枪、充气枪、气动扳手、棘轮扳手、黄油枪、喷枪、砂轮机家用气动工具相连接提供动力使其工作。空压机所处行业大类属于动力工具行业，根据动力源的不同工具行业可分为**电动工具、气动工具和其他类**，而空压机则属于气动工具的动力源，因此我们着重梳理**气动工具**及其中的细分领域：**空压机的行业情况**，同时考虑到公司近年已将产品拓展至电动工具和园林工具领域，因此我们同时也对**电动工具行业**的情况做梳理。

结论：气动工具预计行业规模超 100 亿美元，电动工具及 OPE 行业全球规模超 200 亿美元，且需求主要集中在欧美区域。而格局方面，行业整体呈现出终端品牌份额相对较高，但上游代工企业相对分散的现状。

1、小型空压机及气动工具行业：百亿规模且集中度相对较高

行业规模：预计气动工具行业规模超 100 亿美元

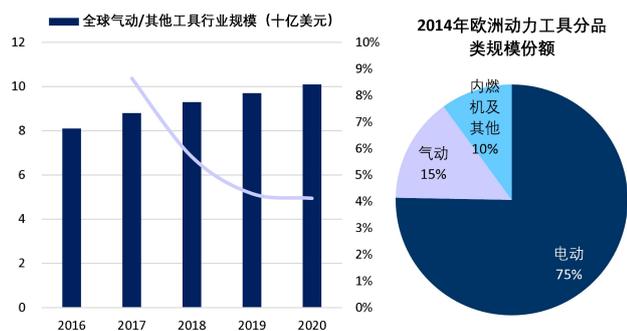
(1) 预计气动工具行业规模超 100 亿美元，需求以欧美区域为主

根据泉峰控股招股书及弗若斯特沙利文预估，预计全球**动力工具**行业规模在 2020 年约为 392 亿美元，其中**气动及其他工具**的行业规模约为 101 亿美元，由于内燃机工具在环保政策等影响下缩减，同时气动工具的源动力仍为电，因此预计气动工具占比和电动工具均有所提升，同时参考全球动力工具的历史增速，预计行业整体保持相对平稳增长。从**区域分布**来看，**欧美是需求的主要来源**，参考电动工具全球规模分布，北美、欧洲电动工具的需求占全球规模 42%、33%，这或与欧美独栋、大面积房屋占比较高、且较高的人工成本导致 DIY 文化盛行等因素有关。

(2) 预计小型空压机行业规模约 34 亿美元

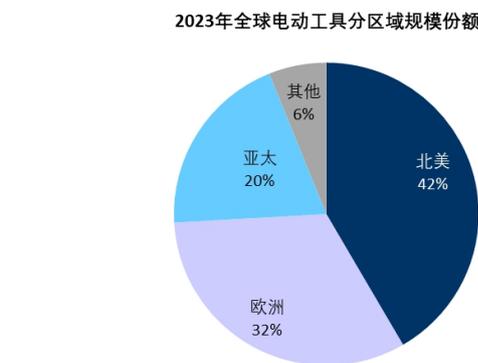
若仅聚焦于小型空压机这一细分行业来看，由于一台空压机可搭配多个动力工具使用，根据销售均价和一台空压机（150 美元均价）搭配 3 台气动工具（假设 3*100 美元=300 美元）来初步测算，预计空压机这一细分市场规模约为 34 亿美元。

图11: 全球非电动工具规模超 100 亿美元，气动占比预计提升



资料来源：德国莱茵：《2016 年中国电动工具市场白皮书》、泉峰控股招股说明书、弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

图12: 参考电动工具，预计气动工具的需求也以欧美为主



资料来源：艾媒咨询：《2023 年中国电动工具行业发展白皮书》，国信证券经济研究所整理

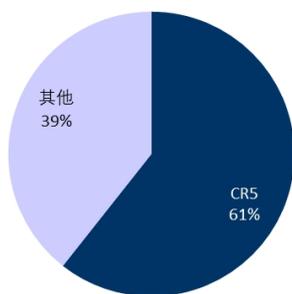
行业格局：头部品牌集中度相对较高，但上游集中度预计略低于下游品牌

动力工具行业集中度相对较高。参考电动工具行业相对集中的格局（2020 年 CR5 约为 61%），预计当前气动工具领域的玩家也相对集中，参考 Market Watch 对气动工具行业的数据，预计 2019 年全球气动工具行业 CR5 约为 60.6%。这一集中度高于家电、家居等类似场景的行业（行业 CR5 一般在 35-45%），或主要由于动力工具行业发展时间更长叠加需求以欧美为主，同时北美动力工具的购买更偏向线下渠道，使得行业的进入壁垒相对更高。

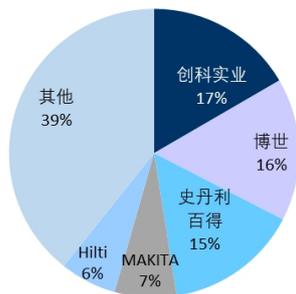
空压机这一细分领域的市场集中度预计同样相对较高。目前小型空压机的市场份额以欧美品牌为主，其中北美市场主要的小型空压机品牌有 Campbell Hausfeld、Stanly Black&Decker 集团旗下 Craftsman、Dewalt，以及 Husky（HomeDepot 旗下）、Kobalt（Lowe's 旗下）、Porter Cable、Ridgid 等。知名小型空压机品牌多为全球知名工具制造企业拥有，或为大型零售商旗下的自有品牌。我们参考美亚气动工具份额来看，Top5 品牌集中度超过 52%，考虑到线上低价小品牌数量更多，因此预计以线下为主空压机行业头部集中度更高。进而对于国内代工企业来说，与头部品牌的合作关系或成为份额持续提升的重要抓手。

图13: 预计全球气动工具 CR5 超 60%

2019年全球气动工具CR5



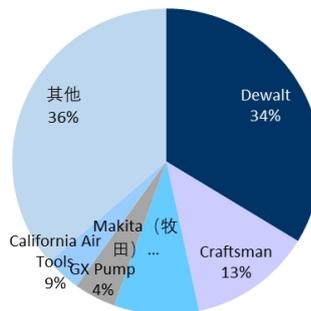
2020年全球电动工具份额



资料来源: Market Watch、泉峰控股招股说明书、弗若斯特沙利文, 国信证券经济研究所整理

图14: 美国线上空压机集中度并不低, CR5 达到 64%

2025H1美亚空压机销额份额



资料来源: 亚马逊, 国信证券经济研究所整理

而空压机的上游代工领域预计呈现分化状态, 头部品牌的代工厂商较为集中, 但仍有不少中小企业, 整体集中度预计不高。行业头部企业中, MAT Holdings、Stanley Black&Decker、Makita、创科实业等具备部分高端专业级空压机产能, 而大部分欧美空压机品牌或零售商品品牌采用 ODM/OEM 的方式进行经营。

代工领域的头部企业除公司外, 还包括意大利诺爱集团在国内的合资公司等, 根据诺爱历史上工厂布局情况, 预计年销售额在 5-10 亿元人民币的水平。结合上文对行业规模约 34 亿美元终端销售额的预测(假设 2.5 倍加价倍率), 则单个头部企业的市占率预计不到 10%, 行业集中度仍有提升的空间。

2、电动工具和户外动力工具(OPE)行业

行业规模: 预计消费级电动工具和电动 OPE 行业规模近 200 亿美元

公司基于自身在生产、客户领域的协同优势, 已经开始逐步横向拓展品类, 截至 2024 年已经拓展了户外动力工具、电/气动工具等领域, 因此如果将消费级的电动工具, 以及电动 OPE 这两个行业未纳入考量, 则公司所处的工具类行业规模预计在 2025 年达到 184 亿美元。

具体来看, 电动工具全球行业规模预计超 291 亿美元, 其中消费级产品 89 亿美元, 工业/专业级 202 亿美元, 据弗若斯特沙利文预测, 预计 2020-25 年保持 5.9% 的复合增长, 其中消费级增速略慢于整体, 保持约 5.3% 的复合增速至 115 亿美元。

户外动力工具(OPE)全球规模超 250 亿美元, 行业正在从燃油为主导逐步升级为电动为主导, 非燃油类产品(不含配件)的销额比例从 2016 年的 20.7% 提升至 2020 年的 22.1%, 2020 年预计电动类 OPE 的市场规模约为 47 亿美元。根据弗若斯特沙利文的预测, OPE 行业整体预计 2020-2025 年保持 5.3% 的复合增速, 其中电动 OPE 实现高于行业的 8% 的复合增速, 2025 年预计规模达到 69 亿美元。

图15: 消费级电动工具规模超 100 亿美元



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国信证券经济研究所整理

图16: 电动 OPE 行业规模近 70 亿美元



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国信证券经济研究所整理

3、清洁电器行业：稳健的刚需赛道

公司的清洁电器所处细分领域为干湿两用吸尘器, 其区别于传统干式吸尘器, 可吸水 and 吸较大垃圾杂物, 吸力强、过滤能力强、容量大。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更新需求。

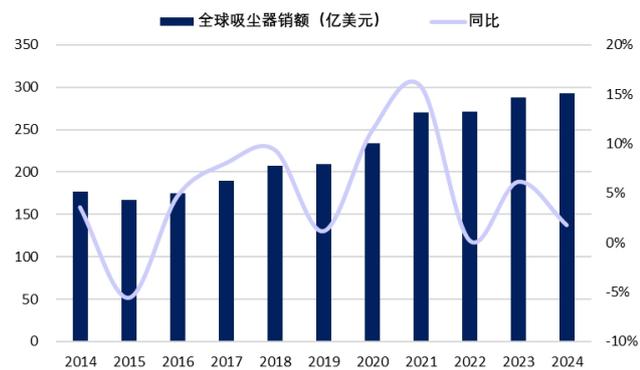
图17: 干湿两用吸尘器的使用场景更多元



资料来源: 欧圣电气招股说明书, 国信证券经济研究所整理

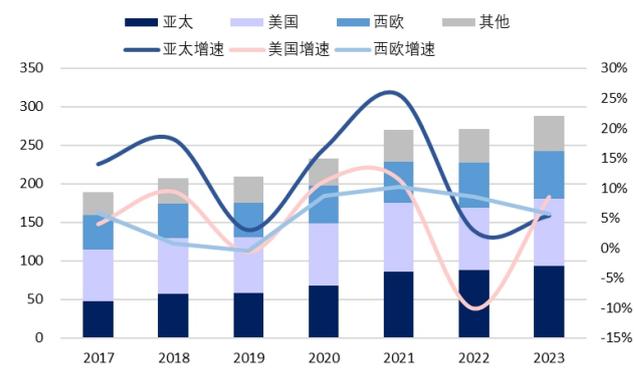
参考 Euromonitor 数据, 全球吸尘器 2024 年销额约为 293 亿美元, 欧美地区需求占比同样较大, 美国、西欧的销额分别占全球 30%、21%, 但对比空压机欧美近 75% 的需求占比, 吸尘器的市场更广。而从增速角度来看, 亚太地区近年仍保持了最高增速, 美国在 2021 年以前整体增速中枢略高于西欧, 表现出更大的增速弹性, 而西欧增速整体相对稳定, 主要区域以及全球吸尘器规模近年持续保持增长佐证了吸尘器的刚需属性, 同时近年洗地机、吸拖一体、蒸汽拖把等新产品的不断面市也进一步使行业规模进一步扩围, 对日常清洁的产品矩阵起到了更好的补齐作用。

图18: 全球吸尘器销额规模接近 300 亿美元



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图19: 主要地区吸尘器规模稳中有升

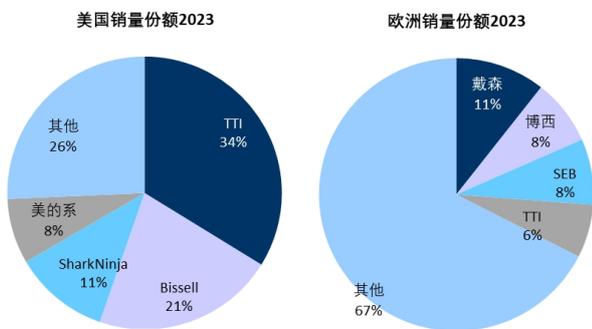


资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

从格局角度来看, 吸尘器作为成熟品类家电, 其集中度理论上应该较高, 但由于美国和西欧 (西欧内部各国) 住房环境和消费者清洁习惯不同, 欧美的行业集中度差异较大, 美国集中度远高于西欧。根据 Euromonitor 从吸尘器行业整体的销量份额来看, 美国吸尘器品牌销量 CR4 约为 74%, 欧洲 CR4 则仅为 33%, 这主要由于欧洲各区域的强势品牌和品类差异较大导致单一品牌的统治力弱于美国。

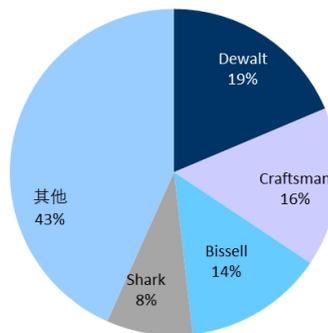
而进一步聚焦在公司主要所处的干湿两用吸尘器方面, 同样我们参考美亚数据, 行业 2024 年的销额 CR4 也达到了 57%这一相对较高的水平, 线上的集中度高于空压机, 且头部企业份额相对更均衡。

图20: 美国吸尘器行业集中度远高于欧洲 (2023 年销量口径)



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图21: 干湿两用吸尘器的行业集中度较高



资料来源: 卖家精灵, 国信证券经济研究所整理

注: 干湿两用吸尘器的份额统计剔除“Tineco”为代表的小型洗地机

而从干湿两用吸尘器的代工企业份额来看, 北美企业 Shop-Vac、艾默生电气具备自有产能, 但美国产能多集中于高附加值的高档类产品, 国内的头部厂商除公司外, 还有天佑电器 (苏州) 等, 同时还有较多中小 OEM 厂商。

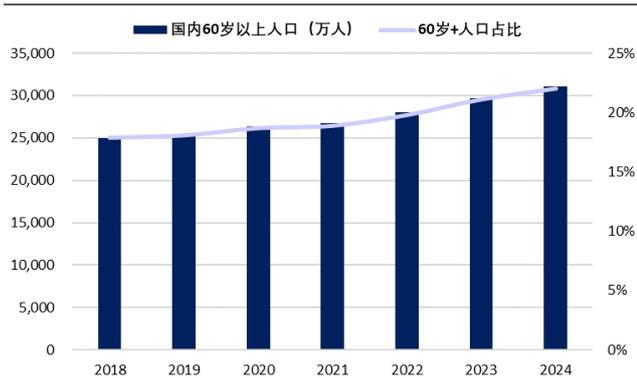
Shop-Vac Corporation 为北美干湿两用吸尘器领域知名品牌商和制造商, 其 2017-2019 年收入分别为 2.04 亿美元、2.15 亿美元和 2.08 亿美元, 2020 年因为疫情等因素, Shop-Vac Corporation 关闭了部分美国工厂, 其在 Lowe's 等客户的干湿两用吸尘器市场份额分流至公司和其他同行业竞争对手。美国艾默生电气为北美另一大干湿两用吸尘器工具制造商, 其以自有品牌 Rigid 占据知名零售商

The Home Depot 主要市场份额。除 Shop-Vac Corporation 等少数几家拥有自有品牌的工具制造企业生产部分高附加值的高档类产品外，天佑电器（苏州）有限公司等国内少数几家企业以 ODM、品牌授权、OEM 模式占据了北美干湿两用吸尘器市场部分市场份额。尽管竞争相对充分，单一企业的产值对比行业整体的规模来看，行业的集中度仍相对不高。

4、养老护理机器人：国内外老年护理赛道痛点较多且未来市场空间大

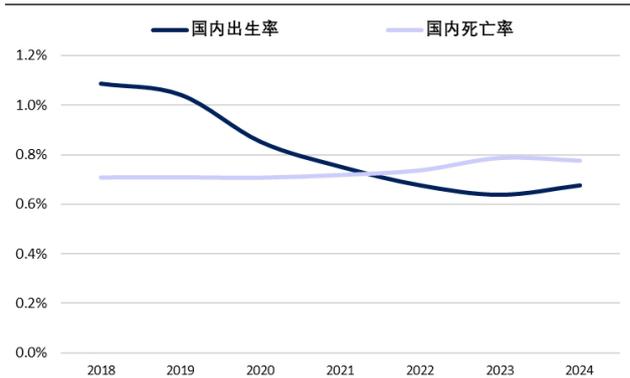
国内养老需求和养老护理供给不平衡。国内 60 岁以上人口占比持续提升至 22%，2024 年末 60 岁以上人口数量已达到 3.1 亿人，而当前负向的人口自然增长率（2024 年国内出生率 6.77‰，死亡率 7.76‰）加剧了这一趋势。同时国内取得养老护理员职业资格证书或职业技能等级证书的人员仅有 248 万，而真正从事养老护理的职业人员则小于这一数字，因此养老护理的自动化、智能化成为解决当前养老领域供需矛盾的重要途径之一。

图22: 国内 60 岁以上人口比例提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 国内人口自然增长率转负



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

国内对智慧健康养老已出台规划，政策扶持力度有望加大。工信部 2021 年即下发《智慧健康养老产业发展行动计划（2021-2025 年）》重点提出推动护理、康复、陪伴类机器人研发，支持适老化改造，并构建智慧健康养老软件系统平台。2025 年 5 月，工信部、民政部发布《关于开展智能养老服务机器人结对攻关与场景应用试点工作的通知》，试点内容围绕重点场景结对攻关、场景应用验证和完善标准及评价体系，后续对成果进行推广和政策保障。预计随着应用场景的解决方案不断深化，相关的政策支持和政策力度也有望不断强化。

表2: 智慧养老和机器人相关政策梳理

时间	发布部门	政策名称	智能养老相关内容
2021 年 3 月	中共中央、国务院	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	首次提出“银发经济”，明确发展智慧养老等新业态，推动适老化技术和产品研发。
2021 年 10 月	工信部、民政部、国家卫健委	《智慧健康养老产业发展行动计划（2021-2025 年）》	重点发展健康管理、康复辅助、养老监护类智能产品，推广家庭服务机器人、智能护理床等，打造智慧养老院等场景。
2022 年 2 月	国务院	《“十四五”国家老龄事业发展和养老服务体系规划》	加大智能假肢、康复机器人、安全监护设备在养老场景的应用，推动“互联网+养老”服务模式。
2023 年 1 月	工信部等十七部门	《“机器人+”应用行动实施方案》	制定机器人助老助残技术标准，推动机器人融入养老

			服务场景（如助餐、康复训练）。
2024年1月	工信部等七部门	《关于推动未来产业创新发展的实施意见》	突破机器人核心技术（如仿生感知、智能灵巧手），推进家庭服务机器人等产品应用。
2024年1月	国务院办公厅	《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》	推广智能护理机器人、防走失终端等设备，发展健康管理、心理慰藉类智能产品。
2024年8月	工信部、民政部、国家卫健委	《关于组织开展2024年智慧健康养老产品及服务推广目录申报工作的通知》	促进典型智慧养老产品（如健康监测设备、智能床垫）和服务模式推广。
2025年2月	国际电工委员会（IEC）	《互联家庭环境下使用的主动辅助生活机器人性能准则》	我国牵头制定养老机器人国际标准，规范产品设计与测试。
2025年6月	工信部、民政部	《关于开展智能养老服务机器人结对攻关与推动机器人赋能智慧养老，开展场景应用试点（如居家护理、社区助餐）》	

资料来源：各部门官网，国信证券经济研究所整理

预计国内和欧美失能老人的护理机器人远期市场规模均达到百亿级别。欧圣的全资子公司伊利诺 ILLINOIS 通过空压机和干湿两用吸尘器的核心技术和生产工艺融合，创新开发出护理机器人等新品类产品。考虑到公司的产品主要针对失能老人及难以独立行动排便的病患，因此我们针对失能老人对应的护理领域做市场规模的测算：

参考中国老龄科学研究中心的统计，2022年底国内失能和半失能老人数量约为4400万人（占60岁以上人口约15.7%），而养老护理员的数量仅为50万人左右，因此自动化护理设备的需求或在长期保持旺盛的状态。假设一台护理机器人全生命周期能够服务5位目标用户，并假设国内护理机器人渗透率达到30%，则国内总需求量预计可达264万台，若假设2万元均价则市场规模可达528亿元。

海外尽管失能老人的数量级低于国内（美国和欧盟65岁以上老人的数量约为7800万、1亿人，假设失能老人比例为15%则对应总数量约为2670万人），但相对更高的支出水平（参考《OECD国家长期护理津贴制度研究》一书中，欧美国家的长期护理支出成本占国家GDP的比例基本在3%以上，而发展中国家普遍在1-2%）带来更高的行业天花板。预计国内和欧美养老机器人远期的总需求望超2000亿元。

表3: 国内外养老护理机器人需求测算：预计行业远期总需求体量超过2000亿人民币

	国内	美国	欧盟
60岁以上人口（万人，欧美为65岁以上）	28025	7800	10000
失能/半失能比例	15.7%	15.0%	15.0%
失能/半失能人数（万人）	4400	1170	1500
护理机器人渗透率	30%	50%	50%
机器人护理需求基数（万人）	1320	585	750
护理机器人全生命周期可服务人数	5	5	5
护理机器人总需求量（万台）	264	117	150
护理机器人支出（亿元人民币）	2	6	6
护理机器人总需求规模（亿元人民币）	528	702	900

资料来源：国家统计局、世界银行、戴卫东、顾梦洁：《OECD国家长期护理津贴制度研究》、欧圣电气官网、国信证券经济研究所整理及预测

格局方面，目前海内外企业多以各种细分功能参与养老护理领域，主要产品分为**康复机器人和护理机器人（还有小部分陪伴机器人）**，其中护理类国内包括麦迪科技（与优必选合资的苏州优麦机器人，聚焦医疗康养人形机器人）、德国凯尔护助4代（模块化服务机器人，应用于欧洲家庭及机构，支持物品递送、清洁、互动等任务）、宁波培护宁福祉科技有限公司、深圳市全品医疗科技有限公司等，但各企业的主力产品、护理方式等目前仍处于迭代提升阶段，且国内企业规模相对较小，预计行业仍处于早期的竞争阶段。

图24: 行业主要竞争对手情况

主要竞争对手	国别	产品销售情况	竞争产品描述	与公司产品对比
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, 产品设计结构为穿戴式
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, 产品设计结构为使用床垫式非穿戴式
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床垫式非穿戴式
Curaco, Inc.	韩国	2007年成立, 产品2011年获得CE认证, 2014年获得US FDA认证	穿戴式护理机, 针对无行动能力患者	较早进入护理机领域, 主要销售市场为韩国, 产品应用成熟, 产品设计结构为穿戴式

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

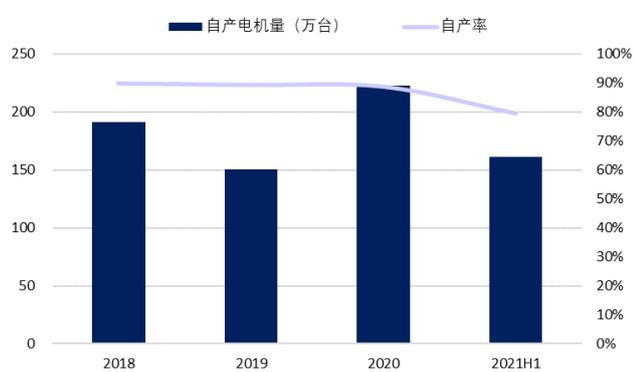
三、公司竞争优势

公司的竞争优势可以总结为: 依靠产品力和长期对美国市场的深耕, 建立起了从研发到生产再到终端渠道和本土化服务的全产业链优势。与传统代工企业不同, 公司业务模式更丰富, 包含了OEM、ODM到品牌授权和OBM, 且ODM类业务通过与客户的深度合作, 已经实现了从产品立项即深度参与。而丰富的业务模式和与客户的深度合作底层来自于公司多年积淀下来的产品力、渠道运营能力和本土化服务体系。

研发和生产优势

公司成立之初即专注于机电生产, 在电机等核心零部件以及传动技术等领域已经具有成熟的积淀, 约4%的研发费用率中枢处于行业前列, 且电机自制率基本维持在80%以上。同时从近年产能利用率、产销率均处于相对较高的水平来看, 公司具备较强的需求承接能力。

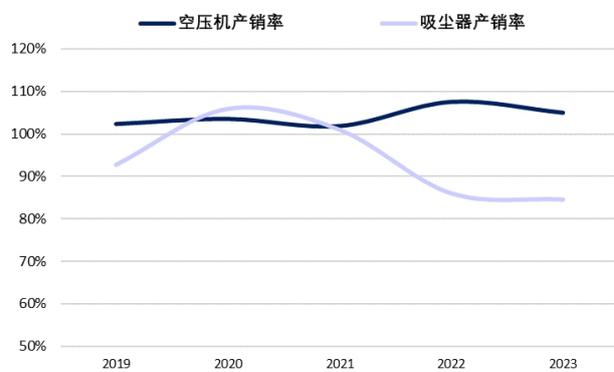
图25: 公司电机自产率保持在75%以上



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 自产率的波动主要由于部分吸尘器电机主要为外采, 因此会跟随吸尘器的销售情况而波动

图26: 空压机和吸尘器的产销率保持较高状态



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 干湿两用吸尘器的份额统计剔除“Tineco”为代表的小型洗地机

2022 年 IPO 募资后，公司使用超募资金投资进一步扩大生产规模，欧圣装备产业园项目（预计 2026 年 6 月 30 日达产），以及超募资金的马来西亚机电设备生产项目（2025 年已投产，2025 年 5 月大规模量产，规划满产产值 20 亿元）一方面有效扩充了产能，另一方面马来西亚产能可以有效覆盖北美需求，有利于规避贸易政策风险。

当前马来西亚对美国出口关税水平于 2025 年 8 月 1 日下调至 19%，处于东南亚最低的水平，而行业内竞争对手东南亚的产能布局普遍集中在越南和泰国等，有利于公司进一步发挥低成本优势。

表4: 公司加速推进海外产能以及美国本土化产能

投资项目	达产时间	设计产能
欧圣科技（马来西亚）有限公司机电设备生产项目	2025 年已投产	吸尘器 200 万套，节能风扇 21 万套，空压机 70 万套，护理机器人 3175 套
欧圣装备产业园项目（南通）	2026 年 6 月	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 万台套
欧圣工业在美国内华达州克拉克县亨德森市新_建仓库、车间及注塑、装配生产线		真空吸尘器 95 万套，护理机器人 2,400 套以及对应仓储能力

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

相较于传统代工企业，公司业务模式决定了其对于终端市场具有更强的掌控力。公司的外销模式主要分为 **ODM 和品牌授权** 两类（还包含小部分的 OEM 和自有品牌）：

表5: 分模式看，公司以品牌授权和 ODM 业务为主

项目	2024 年度		2023 年度		2022 年度	
	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)
品牌授权	872,405,942.37	49.45	52,122.78	42.86	62,102.21	48.38
ODM	795,540,712.02	45.10	61,955.61	50.95	56,612.62	44.10
OBM	49,146,514.36	2.79	4,061.53	3.34	5,657.67	4.41
OEM	46,856,221.86	2.66	3,472.18	2.86	4,003.01	3.12
合计	1,763,949,390.61	100	121,612.10	100.00	128,375.51	100.00

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

客户和渠道优势

（1）深度合作的 ODM：空压机为主，在传统“选品+贴牌”或“定制+贴牌”基础上，公司凭借与客户多年合作积累的合作关系与业务认知，进一步开拓了与客户深度联合的 **Program 模式**，即与品牌商客户进行联合研发生产，客户主要负责提供产品需求（消费者需求、功能性能等），公司则负责通过研发设计生产定价等使产品落地，Program 模式更强调需求牵引，与客户合作更加紧密且公司对于产品话语权更强。此模式下客户以北美零售商旗下品牌为主（如 Home Depot 旗下的 Husky、Lowe's 旗下的 Kobalt 等），尽管毛利率低于直接 2C 的品牌授权模式，但由于产品定制化程度高且不承担销售环节的费用，因此净利率水平高于品牌授权。

表6: 公司代工主要客户均为北美头部渠道商或品牌商

ODM 主要客户	旗下品牌	产品研发设计的具体模式
The Home Depot	Husky	公司主导产品设计，公司为 ODM 合作方
Lowe's	Kobalt	提供的产品配置表、产品设计图纸并经 ODM 合作方确认
Harbor Freight Tools	Bauer	

表6: 公司代工主要客户均为北美头部渠道商或品牌商

ODM 主要客户	旗下品牌	产品研发设计的具体模式
Menards	Hercules	
	Masterforce	
	Toolshop	
	Performax	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

(2) 品牌授权: 以吸尘器为主, 公司在设计生产的基础上, 在客户品牌许可情况下直接进行渠道运营和终端销售, 并根据销售额支付品牌授权费。该模式下体现出毛利率、费用率双高的特点, 整体净利率低于 ODM 模式, 但更贴近市场终端。

表7: 公司的头部品牌授权为美国百年品牌史丹利百得

品牌	授权产品	品牌授权商情况
Stanley		
Stanley Fatmax		
Porter Cable	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。
Dewalt		
Black & Decker		
Craftsman		
Dewalt	小型空压机	
Craftsman		

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

总结来看, ODM 和品牌授权两种模式各有优势, 且 ODM 的合作深度确保了公司的盈利能力以及护城河, 而品牌授权模式则是更长期品牌运营能力的基础。公司和北美的头部客户成熟的合作关系不仅树立了壁垒, 更重要的是, 和头部零售商的紧密合作还有利于扩大线下货架份额的优势, 渠道复用性有效提升。以 Lowe's 为例, 公司不仅为其旗下品牌 Kobalt 提供空压机 ODM, 还在 Lowe's 渠道销售定位不同的其他品牌产品 (如 Briggs&Stratton、Dewalt、Porter Cable 的空压机和吸尘器, 以及自有品牌的 Stealth 小型吸尘器), 通过产品定位、定价的区隔, 一方面避免了与客户竞争, 另一方面也能将渠道的深度合作关系优势放大。

表8: 分模式来看, ODM 的主要客户以渠道客户品牌为主, 品牌授权则主要是龙头品牌商, 代工的净利率预计略高于品牌授权

主要模式	模式和特点	业务规模	盈利能力	代表合作客户	主要客户合作规模参考
ODM	空压机为主, 从贴牌演进到和客户联合研发, 毛利率低于品牌授权, 但净利率高于品牌授权	2020-2024 年收入 5.3、5.3、5.7、6.2、8.0 亿元	小型空压机 2018-2020 年 ODM 净利率 6.19%、9.68%、12.19%;	Lowe's (劳氏) 旗下品牌 Kobalt	2020 年销售空压机 1.5 亿元, 销售总规模 2.6 亿元 (注 2); 2024 年对劳氏销售总规模 4.9 亿元
			吸尘器 2018-2020 年 ODM 净利率 9.2%、15.7%、19.0%		
品牌授权	吸尘器为主, 与品牌授权商签署商标使用权协议, 产品研发设计运营销售均由公司完成, 高毛利率高费用率	2020-2024 年收入 3.8、5.3、5.7、6.2、8.7 亿元	吸尘器 2018-2020 年品牌授权净利率 4.5%、6.1%、13.2% 空压机 2018-2020 年品牌授权净利率 6.0%、5.4%、7.7%	吸尘器: Stanley Black & Decker 旗下 Stanley、Porter Cable、Dewalt、Black & Decker 等; 空压机: Stanley Black & Decker 旗下 Dewalt、Craftsman 等	2020 年 Stanley Black & Decker 旗下品牌的收入规模约为 3.5 亿元; 2020 年吸尘器销售占终端渠道 Costco 产品采购额的 90%

资料来源: 公司公告, 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

注 1: 净利率来自于招股说明书中, 剔除销售费用和归集分摊的其他费用得到的测算值

注 2: 公司与头部渠道商的合作往往较为全面, 上表只列示主要业务模式下的代表性客户。同时披露口径下, 由于公司会将授权品牌的干湿两用吸尘器自 Lowe's 等零售商渠道销售, 因此这些零售商也是公司干湿两用吸尘器的客户。

注 3: 吸尘器的历史净利率 (无论是 ODM 还是品牌授权) 较空压机更高主要是产品属性和定位不同导致, 吸尘器的单位成本 (原材料、人工和制造费用) 更低但吸尘器的授权合作品牌相对高端, 而空压机单位成本相对更高的同时, 合作客户也相对更多元。

表9: 2024 年公司前五大客户收入占比 57%

序号	客户名称	销售额（元）	占年度销售总额比例
1	Lowe's	491,459,700.71	27.86%
2	The Home Depot	202,064,627.74	11.46%
3	Harbor Freight Tools	151,759,509.19	8.60%
4	Walmart US	83,881,435.99	4.76%
5	Costco US	80,330,922.69	4.55%
合计	--	1,009,496,196.32	57.23%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

本土化服务优势进一步强化客户粘性

与传统代工交付企业不同，公司通过美国本土化的仓储中心、售后服务团队的设立，提供美国当地的配套服务，及时响应零售商等客户零散订单需求，提升了客户合作的密切性。其中公司直接对 Walmart、The Home Depot、Costco、Menards、Amazon 提供售后服务，同时也会根据 Lowe's 等客户的需求，在指定公司进行售后服务，同时公司承担售后服务费用。

仓储方面，公司在美国伊利诺伊、芝加哥均有仓储中心建设，其中新建的芝加哥仓储中心紧邻亚马逊西芝加哥仓储中心，有利于更高效进行分拣、包装和配送的相应。**售后服务方面**，公司的本土团队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，有利于降低产品无理由退货比例，同时专业的销售团队还会及时推介开发产品的配套附件市场，并且及时对市场最新趋势作出响应并向公司研发和生产部门进行直接反馈。

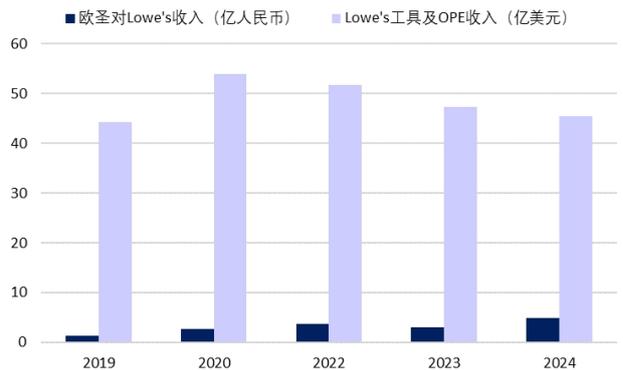
四、公司发展展望：份额、品类、区域三管齐下扩张

增长点 1：现有客户提份额

从行业层面上看，结合上文对全球空压机和吸尘器大盘规模 34 亿、293 亿美元（其中干湿两用吸尘器参考线上销额占比预计约为 11%）的天花板来看，公司 2024 年空压机和干湿两用吸尘器 6.5 亿、8.8 亿人民币的收入对应欧美市场份额预计仅为 14%、15%（参考美亚上产品的售价及同容量产品的公司出货价，假设终端 GMV 为出货价的 4 倍）；

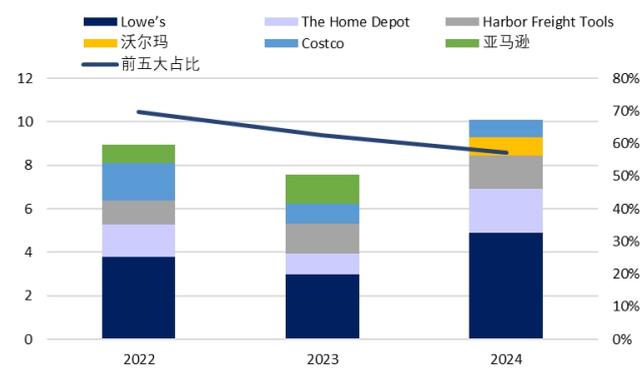
从当前和大客户的合作规模来看，即便是第一大客户 Lowe's，2024 年对其的销售额也仅 4.9 亿元人民币体量（其中还包含代工和其他授权品牌在 Lowe's 的销售），单一品类的体量更低。而近年公司与头部客户的合作规模仍持续扩大，占头部客户的供应比例也持续提升，对比 Lowe's 工具和 OPE 类产品每年近 50 亿美元的收入体量，公司的份额空间依然很大。

图27: 公司与 Lowe's 合作的占比持续提升



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

图28: 公司与大客户合作规模扩大, 但前五大依赖度降低



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

而前文通过对公司竞争优势的梳理, 公司 Program 模式的比例正处于持续增加的过程, 深度开发的 SKU 和品类数量都有望进一步增加; 同时受到关税影响的不具备海外产能的供应商也有望逐步出清进而让出份额; 而本土化深度服务同样有利于公司巩固现有份额的同时, 进一步提升为下游大客户的供应比例。

增长点 2: 品类扩张: 工具类+养老护理业务

1、工具类、OPE 等协同品类扩张

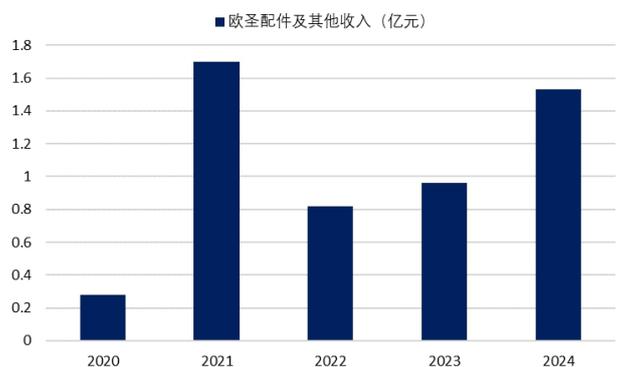
在空压机和吸尘器基础上, 公司依托生产技术优势和对消费场景的理解, 近年持续进行品类延展, 一方面基于现有产品, 推出了洗地机、气动工具等和现有品类关联度较高的周边产品; 另一方面基于电动工具使用场景, 推出了工业风扇、抛雪机等一系列电动工具。考虑到电动 OPE、气动工具行业大盘在北美具有约 200 亿美元的行业规模, 新产品品类的扩张带来的增长天花板很高, 同时公司由于具备成熟的客户关系和渠道关系以及消费者认知, 在进行新品类拓展的过程中也更有利于得到客户信任。而从具体品类来看, 目前欧圣已经在洗地机、割草机、铲雪机、充气泵、气钉枪等产品上实现销售。

图29: 公司新拓洗地机、割草机等新品类



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图30: 公司配件及其他业务近年收入持续高增



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2、创新品类扩张: 养老护理机器人——前瞻布局的未来产业

公司通过空压机和干湿两用吸尘器的核心技术和生产工艺融合, 创新开发出护理机器人等新品类产品, 经过十余年的研发和产品迭代, 公司新研发的二便智能护理机器人可以自动感应、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，并自动记录用户排泄情况，使卧病患者始终保持清洁干爽无异味，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，提升病患生活体验的同时，降低亲属、护工照料患者的劳动强度。

图31：公司护理机器人，针对卧床人员排泄物的自动清洁和按摩护理等



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司全资子公司伊利诺 ILLINOIS 是养老护理解决方案的业务主体，目前已取得中国、日本、美国、欧盟等认证，开始批量化生产销售。其中海外市场已经获得美国 UL 医疗认证、欧盟 CE 认证、日本 PSE 认证、CB 认证等，在中国台湾、日本等均实现常态化销售。

公司在生产和销售端同样进行全球化布局，国内已与养老院、医院、护理院及民政示范项目签订订单，2024 年入选《上海市智慧健康养老产品和服务推广目录（2024 年版）》，同时积极参与政策倡导的试点项目，包括 2025 年 5 月工信部、民政部开展的智能养老服务机器人结对攻关与场景应用试点。海外方面，也已在马来西亚建设产能，在瑞士、美国、荷兰、德国均设有分支公司及办事处。

增长点 3：非美区域扩张

同样地结合前文对市场规模的测算和整理，空压机及气动工具、吸尘器器和电动工具/OPE 几大品类空间充足，而其中欧洲也占据需求的重要地位，预计欧洲空压机及气动工具、吸尘器、电动工具及 OPE 的行业规模约为 109 亿美元。

表10：预计欧洲的工具类市场规模预计占全球 30%，整体规模超百亿美元

单位：亿美元	欧洲规模	全球规模	预计欧洲占比
气动工具	32	101	32%
空压机	11	34	32%
消费级电动工具	37	115	32%
电动 OPE	21	69	30%
吸尘器（干湿两用）	8	32	26%
合计	109	378	30%

资料来源：公司公告、弗若斯特沙利文、Euromonitor、国信证券经济研究所整理及预测

格局方面，预计欧洲市场的竞争格局较美国相对更分散，一方面欧洲渠道相比美国的头部效应更弱，另一方面欧洲的品牌除了博世外，很少有主体可以成为跨品类的龙头。具体来看：

小型空压机的欧洲头部品牌包括 ABAC、Fini 等，但传统龙头的产品线相对更丰富，

且更多集中在工业等专业领域；

干湿两用吸尘器的欧洲头部品牌包括 Bosch、Karcher、Festool、Nilfisk 等，预计行业格局相对分散，而若进一步将各产品形态的吸尘器考量在内，参考 Euromonitor 的数据，西欧销量 CR5 仅为 32%，单一龙头如戴森份额也仅为约 10% 的水平；

OPE 赛道规模较大，龙头则体现出“油强电弱”的态势，传统老牌 OPE 龙头如富世华集团（Husqvarna）、STIHL 等在燃油领域具有较好的品牌认知度，而电动 OPE 则主要以博世、宝时得集团旗下 Kress，以及内资背景品牌 EGO、格力博等品牌为主。

表11: 欧洲主要品类的头部品牌，整体来看头部品牌的统治力弱于美国

主要品类	龙头品牌	基本情况
小型空压机	ABAC	成立于 1981 年的意大利品牌，以工业、建筑、汽车、医疗等领域的专业空压机为主，定位相对高端
	FINI	成立于 1958 年的意大利品牌，活塞式压缩机比例较高，其强势区域为东南欧，定位相对大众
	Bosch	博世的干湿两用吸尘器覆盖家用商用，品牌和渠道优势显著，参考 Euromonitor 其在西欧的吸尘器市场销量份额预计为 4.4%，干湿两用吸尘器领域份额预计更高
清洁电器（大型和干湿吸尘器）	Karcher	1935 年创立于德国，其工商业领域相对更强势，高压清洗、大功率清洁产品具备更丰富的积淀
	Festool	1925 年创立于德国，其产品主要为气动/电动工具和车间设备系统，主要服务于专业的工商业领域，如汽车、木工、涂装等领域
	Husqvarna	1689 年成立于瑞典，拥有完备的 OPE 产品矩阵，2024 年收入 484 亿丹麦克朗（约 355 亿人民币）
OPE	STIHL	1926 年创立于德国，是历史上油驱 OPE 的龙头，2024 年收入 53 亿欧元，德国占收入约 10%，电动产品在 24 年占比提升至 25%
	Bosch	2024 年博世电动工具部门（含 OPE）总销售额为 51 亿欧元，其为降低成本，将其自有产能从西欧转移至匈牙利。其电动产品比例仍有望在 2025 年提升至 35%
	Kress	宝时得集团（Positec）旗下的高端品牌之一，定位商用和专业级市场，主打锂电 OPE 产品，覆盖割草机、链锯、吹风机等品类。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

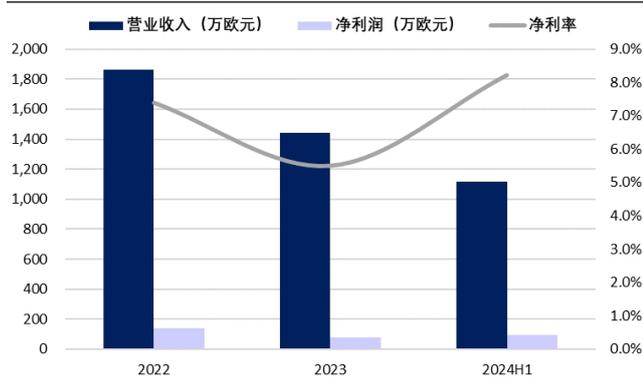
注：轻量级的杆式吸尘器如戴森、Hoover、Rowenta 份额随较高但这些品牌基本没有干湿两用吸尘器的 SKU

从格局的状态来看，预计欧洲市场头部企业的统治力较美国相对更弱，尽管渠道也相对更分散，但公司 2025 年 3 月收购了德国清洁电器制造商 Producteers，强化了渠道和产品能力。

Producteers 的业务模式为 OEM 和 ODM 结合，其在德国和中国设有生产和研发基地。德国总部专注于研发和欧洲客户群，而上海生产基地则支持全球客户和满足大规模生产需求。Producteers 在吸尘器和灰尘管理系统领域具有多年研发生产积淀，可以实现客户个性化的端到端的产品创造，也能提供高效的产品生产，尤其是在专业和工业清洁领域拥有强大的影响力，客户包括喜利得（HILTI）和博世（BOSCH）等。

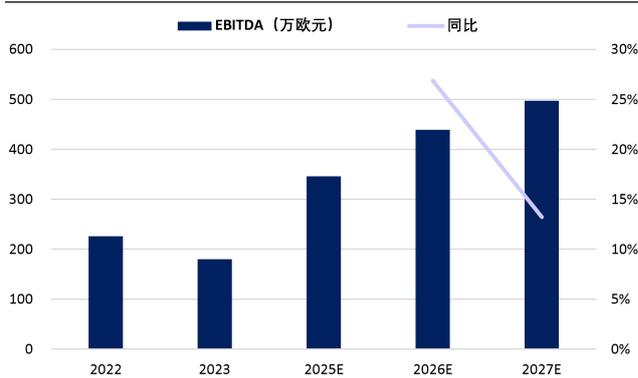
Producteers 收入利润规模经历 2023 年的下滑后 2024H1 重回增长，同时根据交易协议，公司对 Producteers 的收购对价一方面基于 2024 年的 EBITDA，另一方面会根据 2025-2027 年的预期 EBITDA 情况支付额外对价（若达到预期 EBITDA 的 70%，则公司支付当年 EBITDA 的 50%），参考预期 EBITDA 情况，2025-2027 年的 EBITDA 复合增速约为 20%。

图32: Producteers 收入和利润 2024H1 重回增长



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图33: Producteers 2025-2027 年条件支付对价的预期 EBITDA



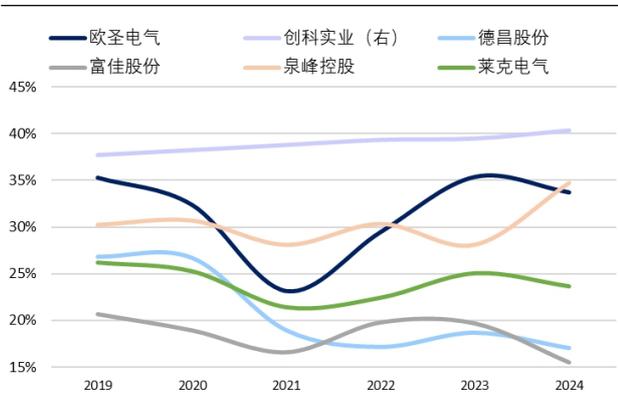
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

五、财务表现

公司毛利率处于行业中上水平，净利率较高

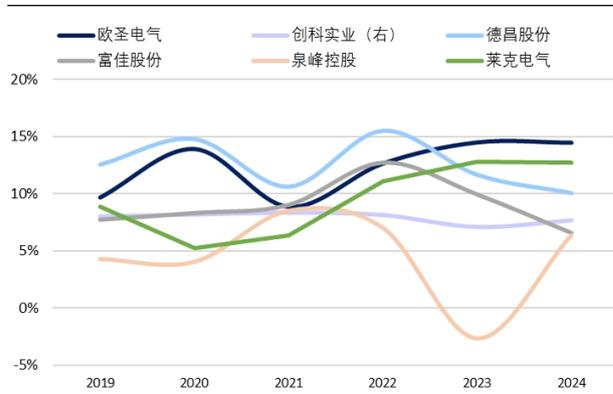
公司毛利率及净利率稳中略升，位于行业上游水平。公司毛利率处于行业上游水平，这主要由于业务结构方面，公司的品牌授权业务毛利率较高，可比公司中创科实业和泉峰控股同样以自有品牌业务为主；同时由于公司费用率方面尽管随着品牌业务的扩张有所提升，但代工业务净利率相对稳定，叠加马来西亚产能有效应对了贸易政策风险，因此公司净利率整体稳中有升，净利率水平维持在行业较高的水平。

图34: 公司毛利率处于行业平均水平



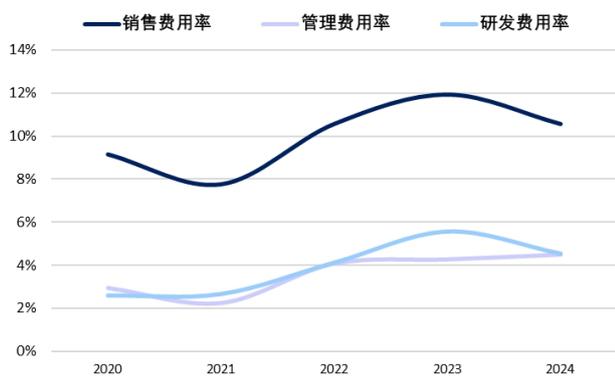
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图35: 公司净利率整体有所提升



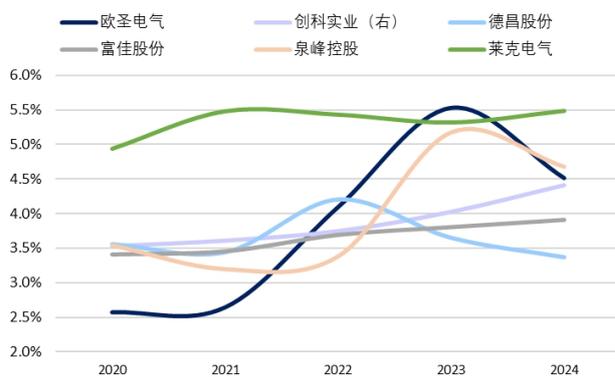
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图36: 公司费用投入随着品牌业务的扩张有所提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图37: 公司的研发费用率近年迅速提升至行业较高水平

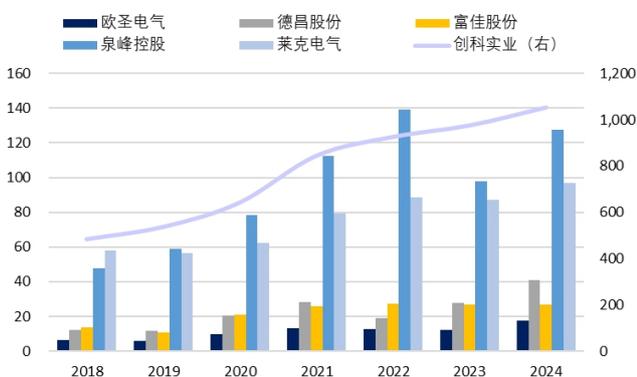


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司收入规模低于可比公司, 近年收入变动趋势与行业相仿

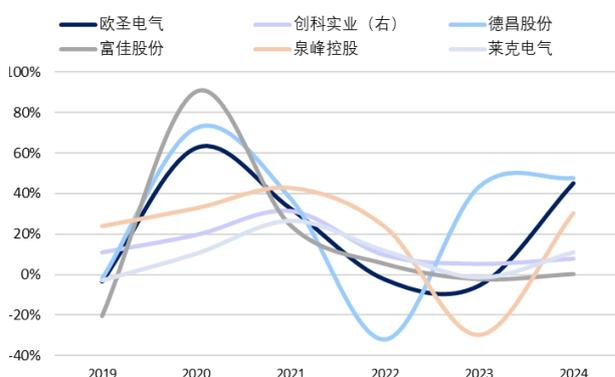
选取从事外销类清洁电器、电动工具和 OPE 企业——德昌股份、富佳股份、莱克电气、创科实业、泉峰控股作为对比, 公司由于历史的业务收入主要来自于更细分的领域, 因此收入规模小于可比公司, 而增速方面和外销类企业近年的变化趋势相似, 而在景气周期如 2020 年、2024 年, 公司收入弹性更高。

图38: 公司收入体量尚有充足的成长空间 (单位: 亿人民币)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图39: 公司的收入变化趋势与行业保持相似方向

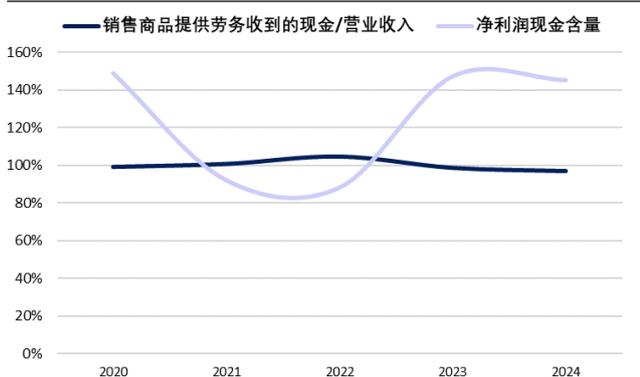


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

现金流表现较好, 周转重回稳定

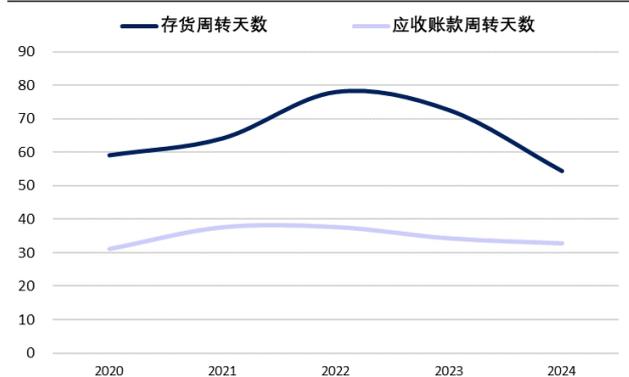
公司现金流表现较好, 营收的现金含量基本处于 100% 的中枢, 净利率的现金含量在 2021-22 年受到原材料价格波动等影响有所降低, 但 2023-24 年也快速恢复至 100% 以上。公司的应收账款周转天数和存货周转天数都基本稳定。

图40: 公司现金流表现较好



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图41: 公司周转经历海外去库周期后有所优化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

分红水平较高

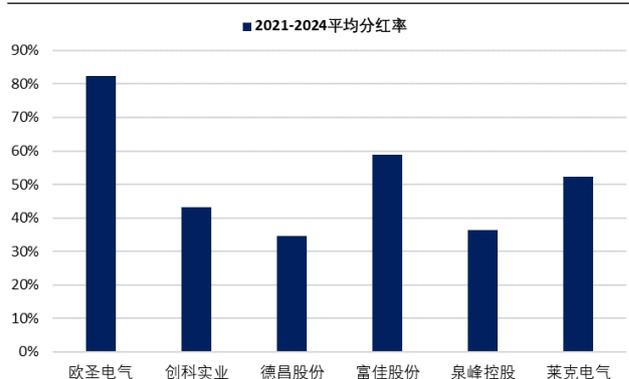
公司上市以来保持相对较高的分红率, 2021-2024 年的平均现金分红额占当年归母净利润的比例约为 82%, 且整体呈现提升的趋势, 同时累计现金分红率也位列可比公司之首。尽管公司未来仍有各类资本支出, 但公司相对较好的经营性现金流仍是未来稳定分红较好的保障。

图42: 公司现金分红率较高且近年有所提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图43: 公司 2021-24 累计现金分红率领先可比公司



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 累计分红率采用 2021-2024 年累计现金分红总额/2021-2024 年归母净利润总额

盈利预测

1) 吸尘器: 预计收入增长 41%、27%、20%至 12.4、15.8、18.9 亿元

公司吸尘器业务以品牌授权为主, 且近年开始拓展美国以外的市场。其中美国业务短期我们参考美亚的行业情况, 2025H1 美亚干湿两用吸尘器行业在头部品牌新品带动下销额增速近 50%, 预计新品在 H2 拉动力趋缓, 同时关税担忧下消费者或在 25H1 透支了一部分需求, 但考虑到公司一方面主要客户仍以线下全渠道为主, 另一方面通过扩份额预计公司仍保持高于行业的增速, 因此预计 2025 年公司美国吸尘器业务收入同比增长 20%; 中长期来看, 预计行业仍有望保持稳健增速, 但如前文所述, 公司通过客户份额的提升, 增速有望超越行业, 因此预计 2026-2027 年美国业务仍保持高于行业的增速。

而非美市场公司近年持续扩张，考虑收购 Producteers 带来的提升，预计非美市场业务占比持续提升，拉动吸尘器业务整体增速 2025-2027 年为 41%、27%、20%，增长至 12.4、15.8、18.9 亿元。

毛利率方面，2025 年考虑到美国关税的短期冲击以及马来产能爬坡上量带来的影响，预计毛利率有所下降，后随着产量提升和终端顺价，预计毛利率回升。因此预计 2025-27 年吸尘器毛利率先降后升至 40.0%、41.0%、41.0%。

2) 空压机：预计收入增长 25%、19%、16%至 8.2、9.7、11.3 亿元

公司空压机业务预计美国占比更高，欧洲等区域基数尚低。随着 Program 模式在客户中的深化，预计美国已有客户的份额仍有望持续提升，带动公司美国的空压机业务收入超越行业相对平稳的增速。而欧洲区域的市场规模参考前文测算预计超 40 亿美元，因此区域的扩张有望进一步提升空压机业务的增速。我们预计 2025-2027 年空压机业务同比增长 25%、19%、16%至 8.2、9.7、11.3 亿元。

毛利率方面，短期同样或受关税影响毛利率下降，但公司 Program 模式下毛利率的可控性有望进一步增强，且马来西亚产能爬坡后有望带来毛利率的回升，预计毛利率 2025-2027 年先降后升至 24.5%、25.0%、25.0%。

3) 其他品类及配件：预计收入增长 87%、58%、35%至 4.3、6.8、9.2 亿元

公司历史上其他品类以工业风扇为主，而自 2024 年以来公司新拓展清洁类（洗地机等）、气动工具（充气泵、气钉枪）以及 OPE（抛雪机等）等新品类，考虑到新品类空间全球空间超 300 亿美元但头部品牌在欧美的市场认知度相对较高，因此预计在低技术基础上，随着客户的开拓有望实现非线性增长，对收入贡献的比例有所提升。预计 2025-27 年其他品类收入同比增长 87%、58%、35%至 4.3、6.8、9.2 亿元。

公司通过新产品切入新品类赛道，新产品毛利率相对较高，但同时考虑到前期产品爬坡，因此预计其他品类及配件毛利率整体维稳在 32.0%的水平

整体来看，预计公司 2025-2027 年收入增长 41%、30%、22%至 25、32、39 亿元。毛利率则主要受短期关税影响和长期产品结构提升先降后升，2025-2027 年为 33.5%、34.3%、34.3%。

表12: 欧圣电气及毛利率预测

单位：亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12.2	17.6	24.9	32.3	39.4
收入 yoy	-5%	45%	41%	30%	22%
综合毛利率	36.5%	34.1%	33.5%	34.3%	34.3%
吸尘器收入	6.5	8.8	12.4	15.8	18.9
吸尘器收入 yoy	3%	35%	41%	27%	20%
吸尘器毛利率	38.8%	41.0%	40.0%	41.0%	41.0%
空压机收入 yoy	4.4	6.5	8.2	9.7	11.3
空压机收入 yoy	-2%	50%	25%	19%	16%

空压机毛利率	27.4%	25.5%	24.5%	25.0%	25.0%
其他新品类及配件	1.3	2.3	4.0	6.0	8.3
新品类及配件收入 yoy	-34%	80%	74%	50%	40%
新品类及配件毛利率	56.7%	31.7%	32.0%	32.0%	32.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

费用及其他收益假设：

销售费用：公司销售费用规模随品牌授权业务的增长，从2022年开始有所增加，但代工类业务销售费用投入相对较小且保持稳定，因此销售费用率2022-2024年保持相对稳定。未来预计销售费用仍会随着品牌授权业务的扩张而提升，同时非美市场的拓展预计同样带来销售费用的投放，整体费用率预计维持相对稳定。预计2025-2027年销售费用率呈现先升后降的趋势，分别为10.3%、10.5%、10.0%。

管理费用：公司管理费用的投入相对稳定，历年整体随收入体量扩大平稳增长，而考虑到公司当前收入扩张速度较高，因此对应2025-2027年管理费用率稳步下降为4.2%、4.0%、3.8%。

研发费用：公司研发费用率保持在4.5%的中枢水平，公司在各类新品的预研项目方面储备较多，预计未来研发投入依然保持较高的强度，但随着营收规模的增长，费用率预计略有降低，预计2025-2027年研发费用率分别为4.4%、4.3%、4.1%。

财务费用：公司此前财务费用受汇兑损益影响较大，考虑到2025年以来人民币对美元汇率的波动较此前有所减小，因此预计2025年汇率带来正向汇兑收益下降，而后续假设汇率中性影响，2025-2027年财务费用率分别为-0.7%、0.4%、1.2%。

综上，预计2025-2027年公司归母净利润同比分别+30%、+32%、+27%至3.3、4.3、5.5亿，对应EPS为1.29、1.69、2.15。

表13：欧圣电气盈利预测表

单位：亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	12.2	17.6	24.9	32.3	39.4
收入 yoy	-5%	45%	41%	30%	22%
毛利率	36.5%	34.1%	33.5%	34.3%	34.3%
销售费用率	11.9%	10.5%	10.3%	10.5%	10.0%
研发费用率	5.5%	4.5%	4.4%	4.3%	4.1%
管理费用率	4.3%	4.5%	4.2%	4.0%	3.8%
归母净利润	1.75	2.53	3.29	4.32	5.49
净利润 yoy	8.4%	44.9%	29.7%	31.5%	27.1%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

六、盈利预测与投资建议

盈利预测情景分析

表14: 情景分析（在收入、成本、费用和所得税率全部同向变动5%时，乐观、中性、悲观情景）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入(百万元)	1,216	1,764	2,524	3,310	4,080
(+/-%)	-5.3%	45.0%	43.1%	31.1%	23.3%
净利润(百万元)	175	253	432	571	722
(+/-%)	8.4%	44.9%	70.5%	32.2%	26.4%
摊薄 EPS	0.96	1.39	1.69	2.23	2.83
中性预测					
营业收入(百万元)	1,216	1,764	2,488	3,226	3,941
(+/-%)	-5.3%	45.0%	41.0%	29.6%	22.2%
净利润(百万元)	175	253	329	432	549
(+/-%)	8.4%	44.9%	29.7%	31.5%	27.1%
摊薄 EPS(元)	0.96	1.39	1.29	1.69	2.15
悲观的预测					
营业收入(百万元)	1,216	1,764	2,452	3,142	3,804
(+/-%)	-5.3%	45.0%	39.0%	28.2%	21.1%
净利润(百万元)	175	253	229	301	388
(+/-%)	8.4%	44.9%	-9.7%	31.3%	29.2%
摊薄 EPS	0.96	1.39	0.90	1.18	1.52

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：40.74–52.10 元

基于行业规模和天花板较高，而公司持续拓展品类和区域，我们预计公司营收仍有望保持增长；在利润端，公司随着后续规模的扩大，盈利能力有望得到修复并提升。未来10年估值假设条件见下表：

表15: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
营业收入增长率	-5.3%	45.0%	41.0%	29.6%	22.2%	15.0%	12.0%	10.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
毛利率	64.2%	65.9%	66.5%	65.7%	65.7%	65.2%	65.2%	65.2%	65.2%	65.2%	65.2%	65.2%
管理费用/营业收入	9.7%	8.9%	8.6%	8.3%	7.9%	7.6%	7.3%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
销售费用/销售收入	11.9%	10.5%	10.3%	10.5%	10.0%	9.5%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
所得税税率	17.4%	10.4%	10.5%	10.5%	12.5%	12.5%	12.5%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股利分配比率	80.2%	105.7%	80.0%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测；注：此处管理费用包含研发费用

表16: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.94	T	15.00%
无风险利率	2.50%	Ka	8.61%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.00
公司股价 (元)	34.69	Ke	8.98%
发行在外股数 (百万)	256	E/(D+E)	93.31%
股票市值 (E, 百万元)	8869	D/(D+E)	6.69%
债务总额 (D, 百万元)	636	WACC	8.68%
Kd	5.30%	永续增长率 (10年后)	1.0%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司价值区间为 40.75-52.12 元。

表17: 欧圣电器 FCFF 估值表

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	345.1	476.4	620.1	772.2	906.0
所得税税率	10.50%	10.50%	12.50%	12.50%	12.50%
EBIT*(1-所得税税率)	308.9	426.4	542.6	675.7	792.8
折旧与摊销	74.9	116.6	132.2	142.3	150.0
营运资金的净变动	118.3	106.2	135.8	94.5	98.1
资本性投资	(330.0)	(220.0)	(165.0)	(95.0)	(125.0)
FCFF	172.1	429.2	645.6	817.5	915.8
PV(FCFF)	158.3	363.3	502.9	585.9	604.0
核心企业价值	12,188.2				
减: 净债务	499.6				
股票价值	11,688.6				
每股价值	45.72				

资料来源: 国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表18: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		7.7%	8.2%	8.7%	9.2%	9.7%
永续增长率变化	2.0%	60.71	55.03	50.21	46.07	42.48
	1.5%	57.15	52.12	47.81	44.07	40.79
	1.0%	54.13	49.62	45.72	42.31	39.30
	0.5%	51.52	47.45	43.89	40.75	37.97
	0.0%	49.25	45.54	42.27	39.37	36.78

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值: 38.16-45.10 元/股

公司主要业务为小型空压机、清洁电器和户外电动工具 (OPE), 我们选取从事外销类清洁电器、电动工具和 OPE 企业——德昌股份、富佳股份、莱克电气、创科实业、泉峰控股作为可比公司。

从行业的规模和增速角度来看，考虑到公司所处赛道尚处成长期，品类依然处于扩张期，因此主要采用 PEG 估值作为估值的参考。

考虑到行业内部分公司在原主业基础上拓展了多元化业务，其预期增速和对应的市盈率水平也一定程度上反映了未来增速的预期，而公司养老护理机器人的业务同样作为未来远期的成长性业务，在业务多元化方面与行业部分公司也具有一定可比性。考虑到公司未来三年预期增速较高，2024-2027 年利润复合增速达到 29%，相较可比公司整体的利润增速（可比公司增速均值水平约为 14%）水平更高，因此我们选取行业 PEG 均值作为公司的相对估值中枢，给予公司 2025 年 PEG 为 1.1-1.3 倍，对应 2025 年 PE 为 29-34 倍，股价区间为 38.16-45.10 元。

表19: 同类公司估值比较

公司代码	公司名称	主营业务	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			PEG (2025-27)
					2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
0669.HK	创科实业	电动工具和清洁类自有品牌运营，电动工具分部从事出售电动工具、电动工具配件、户外园艺工具及户外园艺工具配件。旗下拥有 MILWAUKEE、RYOBI 以及 HOOVER、DIRT DEVIL、VAX 等品牌	102.40	1,875	0.61	0.70	0.82	0.94	20	17	15	1.3
2285.HK	泉峰控股	电动工具及 OPE 的自有品牌运营，主要品牌包括 EGO、FLEX 等，业务区域以美国为主，并积极拓展欧洲等非美市场，其锂电池系统平台在北美电动 OPE 处于领先地位	23.12	118	0.22	0.27	0.34	0.41	12	10	8	0.5
603355.SH	莱克电气	以家居清洁、空气净化、水净化、厨房小家电产品的代工和自有品牌为主，并且基于零部件制造能力，通过内生和外延并购拓展了汽车零部件业务	23.77	136	2.14	2.22	2.41	2.65	11	10	9	1.2
605555.SH	德昌股份	以清洁电器、个护小家电和厨房电器代工出口业务为主，客户覆盖全球头部品牌，同时较早切入汽车 EPS 转向电机、刹车电机等汽零业务	17.01	82	1.10	1.02	1.24	1.49	17	14	11	0.8
603219.SH	富佳股份	以清洁电器代工出口业务为主，同时开辟了工商业储能、清洁机器人两大赛道，形成“一体两翼”的业务模式	16.64	93	0.32	0.38	0.44	0.51	44	38	32	2.7
		平均							21	18	15	1.3
301187.SZ	欧圣电气	主营空气动力设备和清洁设备的代工和自有品牌业务，以北美地区为主，近年拓展到电动工具、气动工具、OPE 等领域，同时拥有养老护理机器人业务，已实现全球化的批量销售	33.59	86	1.39	1.29	1.69	2.15	26	20	16	0.9

资料来源：WIND 一致预测，国信证券经济研究所预测

注：港股上市公司收盘价单位为港元，EPS 单位为美元/股

进一步地，我们考虑到公司近年分红率相对较高，近四年平均现金分红比例约为当年归母净利润的 82%，同时 2024 年以资本公积金向全体股东每 10 股转增 4 股，尽管公司后续扩张仍有资本开支，但相对健康的现金流依然为公司持续稳定分红提供了较好的基础。

因此综合绝对估值、相对估值，并参考公司相对较高的分红水平，以及公司未来三年高于可比公司的利润预期增速，我们认为相对估值下，以 PEG 为主导的估值方式一方面更适合公司当下较高速成长的业务属性。另一方面也通过可比公司业务多元化的对比，将公司养老护理机器人业务未来的潜在成长考虑在内。给予公司 2025 年 1.1-1.3 倍的 PEG。对应公司合理估值区间在 38.16-45.10 元/股之间，对应 2025 年 PE 为 29-34 倍。

投资建议

公司所处赛道目前正处于产品周期的加速渗透期，而公司产品力领先、全球渠道先发优势较强，基于产品、渠道和品牌优势进一步扩份额的空间较高。预计2025-2027年公司归母净利润同比增长30%、32%、27%至3.3、4.3、5.5亿元，对应EPS为1.29/1.69/2.15，对应PE为26/20/16倍。通过多角度估值，预计公司合理估值38.16-45.10元/股之间，对应2025年PE为29-34倍。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 38.16-45.10 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1.0%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司平均 PE 做为相对估值的参考，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 公司未来的高增长建立在客户份额、品类和非美市场持续顺利扩张的基础上，若未来行业增长不及预期、或竞争格局出现较大变化、或公司新品类、新市场的销售不及预期，均会导致对公司未来的盈利预测过于乐观的风险；
- ◆ 公司的期间费用率均采用随规模扩张而稳步下降的预测假设，但若未来公司在研发、营销等方面投入加大则有可能高于预测值，进而导致盈利预测不及预期的风险。

经营风险

国际贸易摩擦及关税风险

2018 年以来，国际贸易摩擦对中国企业开展海外市场业务造成了一定阻力，国际贸易及海外商业环境的不确定性风险上升。2025 年 2 月 1 日，美国政府宣布对进口自中国的商品加征 10% 的关税；2025 年 3 月 4 日，美国对进口自中国的商品再次加征 10% 的关税；2025 年 4 月 2 日，美国总统签署行政令，宣布对所有贸易伙伴征收最低为 10% 的关税，并在后续对部分贸易伙伴征收税率更高的关税，中国大陆及中国香港面临被加征 34% “对等关税” 等更严厉的关税政策；2025 年 5 月 12 日，美国修改 4 月 2 日行政令中对中国商品加征的 34% “对等关税”，将其中的 24% 在初始的 90 天内暂停实施，保留加征剩余 10% 的关税。同时美国对东南亚国家，如公司产能所在地马来西亚，于 2025 年 8 月 1 日宣布加征关税 19%。由于美国关税政策变化频繁，公司难以预测未来美国关税变化及关税水平。该等关税政策将对全球贸易、经济环境以及消费需求产生潜在不利影响，从而影响公司的业务发展及经营状况。公司已采取相应措施积极应对。如果境外国家持续加大实施对公司出口明显

不利的贸易、关税等政策，公司存在无法维持境外销售高速增长的风险甚至由此导致业绩下滑的风险。

境外经营风险

公司境外销售收入 2022-2024 年占主营业务收入比例分别为 99.2%、99.1%、99.1%。在后续的海外市场竞争中，不排除因国际市场产品设计理念及技术发展状况等因素发生重大变化，如果未来国际市场业务开拓不顺利或未能达到预期，将影响公司国际市场业务发展。

客户集中风险

公司主要客户包括 Lowe's、The Home Depot、Amazon、Costco、Walmart、Harbor Freight Tools 等。2022-2024 年公司对前五名客户的销售收入占营业收入比例分别为 69.79%、62.52%、57.23%，客户集中度较高。如果未来主要客户需求下降，将会对公司的业务规模和经营业绩产生不利影响。

原材料价格上涨的风险

公司主营业务成本中原材料成本占比较高，各年均超过 85%，原材料采购价格的波动对主营业务毛利率的影响较大。尽管公司产品定价采用成本加成原则，能够一定程度转移和消化原材料价格波动带来的风险。但未来如果大宗商品价格发生剧烈变化而公司相关产品价格未能同步传导，将会对公司主要产品的毛利率水平及经营业绩产生不利影响，存在原材料价格大幅波动给生产经营带来不利影响的风险。

财务风险

汇率变动风险

2022-2024 年公司汇兑损益分别为-3210 万元、-2756 万元和-3383 万元。公司外销收入规模呈逐年上升趋势，随着公司出口业务的增长，如果未来人民币对美元等外汇的汇率波动幅度加大，可能对公司业绩产生一定影响。

存货管理风险

2022-2024 年期末，公司存货账面价值分别为 1.75、1.40、2.11 元，随着公司销售规模扩大，需提前储备生产所需重要原材料，若公司存货管理不善，出现损失或损害等情况，将造成公司财产的直接损失，进而对经营业绩造成不利影响。另一方面，若公司重要原材料价格大幅下降，而公司储备量较大，则可能出现存货跌价的风险。

销售费用大幅上涨对发行人业绩影响的风险

公司近年持续拓展品牌授权和自有品牌业务，此类业务需要在渠道推广、营销方面进行较高费用投入，随着销售渠道的增加、营业收入的增长，销售费用也随之增加，尽管近年公司销售费用率控制相对得当，2022-2024 年销售费用率 10.52%、11.86%、10.51%，但若公司不能有效控制各渠道销售费用，将可能对公司经营业绩造成不利影响。

税收政策变化风险

如果未来国家变更或取消高新技术企业税收优惠政策，或者公司未来不能通过高新技术企业认定相关审核，所得税率将由 15%提升至 25%，将对公司未来经营带来一定的负面影响。

技术风险

知识产权和专有技术保护的风险

公司的专利、商标和专有技术，是构成公司竞争优势及核心竞争力的重要要素。公司已经制定了严格的制度并采取措施保护公司的知识产权和专有技术，但未来仍然存在因公司所拥有的知识产权和专有技术受到侵犯而给公司技术研发、生产经营带来不利影响的风险。

技术人才流失风险

公司关键核心竞争力在于产品的研发设计能力、测试试验能力和生产工艺技术。能否持续保持高素质的技术团队、研发并制造具有行业竞争力的产品，对于公司的可持续发展至关重要。公司十分重视对技术人才的培养和引进，并实施了员工持股以增强核心团队的稳定性，保证各项研发工作的有效组织和成功实施。但未来仍可能会面临行业竞争所带来的核心技术及人员流失风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1100	929	954	994	991	营业收入	1216	1764	2488	3226	3941
应收款项	141	215	299	389	475	营业成本	781	1163	1654	2119	2589
存货净额	140	211	291	370	453	营业税金及附加	8	9	14	19	22
其他流动资产	65	88	126	162	199	销售费用	144	185	256	339	394
流动资产合计	1646	1563	1806	2067	2253	管理费用	119	159	219	272	316
固定资产	537	1217	1433	1515	1532	财务费用	(38)	(27)	(10)	8	6
无形资产及其他	111	114	140	155	165	投资收益	13	6	7	7	7
投资性房地产	28	60	60	60	60	资产减值及公允价值变动	(6)	(4)	(5)	(4)	(4)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	3	9	11	13	12
资产总计	2321	2955	3439	3798	4011	营业利润	212	284	368	484	629
短期借款及交易性金融负债	177	413	520	504	295	营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
应付款项	467	766	1040	1324	1621	利润总额	212	283	367	483	628
其他流动负债	74	69	106	133	161	所得税费用	37	29	39	51	78
流动负债合计	717	1248	1666	1960	2077	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	54	116	116	116	116	归属于母公司净利润	175	253	329	432	549
其他长期负债	57	101	101	101	115						
长期负债合计	111	216	216	216	231	现金流量表（百万元）					
负债合计	828	1465	1882	2177	2308	净利润	175	253	329	432	549
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(4)	(2)	9	2	1
股东权益	1494	1491	1556	1621	1704	折旧摊销	18	19	75	117	132
负债和股东权益总计	2321	2955	3439	3798	4011	公允价值变动损失	6	4	5	4	4
						财务费用	(38)	(27)	(10)	8	6
关键财务与估值指标						营运资本变动	156	137	118	106	136
每股收益	0.96	1.39	1.29	1.69	2.15	其它	4	2	(9)	(2)	(1)
每股红利	0.77	1.47	1.03	1.44	1.83	经营活动现金流	355	413	526	659	822
每股净资产	8.18	8.16	6.09	6.34	6.66	资本开支	(348)	(691)	(330)	(220)	(165)
ROIC	11%	13%	16%	21%	27%	其它投资现金流	255	80	(16)	(16)	16
ROE	12%	17%	21%	27%	32%	投资活动现金流	(93)	(611)	(346)	(236)	(149)
毛利率	36%	34%	34%	34%	34%	权益性融资	11	0	0	0	0
EBIT Margin	13%	14%	14%	15%	16%	负债净变化	(1)	62	0	0	0
EBITDA Margin	15%	15%	17%	18%	19%	支付股利、利息	(140)	(268)	(263)	(367)	(467)
收入增长	-5%	45%	41%	30%	22%	其它融资现金流	277	440	107	(16)	(210)
净利润增长率	8%	45%	30%	31%	27%	融资活动现金流	6	27	(156)	(383)	(676)
资产负债率	36%	50%	55%	57%	58%	现金净变动	267	(170)	25	40	(4)
股息率	2.3%	4.4%	4.3%	6.0%	7.6%	货币资金的期初余额	833	1100	929	954	994
P/E	35.1	24.2	26.1	19.9	15.6	货币资金的期末余额	1100	929	954	994	991
P/B	4.1	4.1	5.5	5.3	5.0	企业自由现金流	(40)	(314)	172	429	646
EV/EBITDA	38.4	28.6	24.9	18.2	14.5	权益自由现金流	236	188	274	407	431

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032