

## 欧圣电气 (301187.SZ)

## 空气动力设备龙头，拓品类打开新空间

- **欧圣电气 15 年深耕美国市场。**公司主营业务为空气动力设备（空压机、后拓展至气动工具）和清洁设备（主要为干湿两用吸尘器），智能护理机器人也是公司未来重要看点。公司 2009 年成立，2013 年起逐步掌握电机等核心技术，2015 年左右开始对 Lowe's、The Home Depot 等国际知名零售商销售订单开始放量增长。2018 年公司开始将产品结构向中高端发展，近两年产品结构向气动工具和 OPE 产品延伸。
- **营收方面整体高增长，阶段性有所波动：**1) 2021 年以前：公司和客户合作加深，营收两年实现翻倍。2) 2022-2023 年：美国工具行业库存高位，经历两年去库存，公司营收增长停滞。3) 2024 年起行业开始新一轮补库存，叠加公司新品类有所贡献，2024 年营收增长 45%，达到 18 亿人民币。盈利能力方面，2022-2024 年毛利率回升，主要源于公司积极调整产品结构，更加侧重盈利，高毛利产品占比提升，叠加原材料下行期。目前吸尘器、空压机毛利率分别在 40%、25% 左右，净利率从 2021 年的 8.8% 稳步提升至 2024 年的 14%，制造业中保持较高水平。
- **公司为北美空压机龙头，产品向气动工具延伸。**公司核心竞争力体现在：1) 渠道壁垒，公司与 Walmart、Lowe's、The Home Depot、Costco 等数十家国际知名零售商建立了稳定的合作关系。2) 研发优势，在静音空压机技术、高压空压技术、无刷电机技术方面均走在行业前列。公司研发费用率波动中提升，已达 5% 左右。公司 24 年 Q3 开始气动工具开始贡献营收，我们估计 2025 年营收增长贡献大。
- **干湿两用吸尘器获得 SBD 品牌授权，快速增长。**公司干湿两用吸尘器近 9 成通过品牌授权模式销售，其中来自 SBD 的收入占比或在 7 成以上，主要通过品牌授权模式。公司近年与 SBD 进一步深度绑定，SBD 对公司授权增加。2024 年公司干湿两用吸尘器收入 9 亿元，占收入比重已经过半，5 年收入 CAGR 为 30%。
- **服务机器人多年布局进入收获期。**中国养老机器人的市场规模约 79 亿元，未来五年将会以 15% 左右的复合增长率快速增长。欧圣电气子公司伊利诺深耕护理机器人超过 10 年，产品快速迭代，2024 年推出第五代产品。公司产品已取得中国、日本、美国、欧盟等多个国家和地区的认证，正式进入批量化生产销售阶段。2024 年进一步将渠道拓展至大型医院；此外，海外销售团队成功组建。我们预计 2025 年护理机器人新签订单突破千台，有望明显上量。
- **近期看点催化：**1) 4 月 18 日，公司发布员工持股计划，共涉及公司高管及核心员工 72 人。对收入增长提出较高要求，100% 解锁对应 25/26/27 年同比增速分别为 20%/28%/28%。2) 马来西亚工厂 5 月量产，海外产能加码。马来工厂满产后，我们预计年产值有望达到 20 亿人民币左右，有望完全覆盖美国缺口。
- **盈利预测与投资建议。**我们估计公司 25-27 年营收分别 +41%、+27%、+27%，保持较快增长。归母净利润为 3.5、4.6、5.9 亿元，当前股价对应

强烈推荐（首次）

消费品/家电

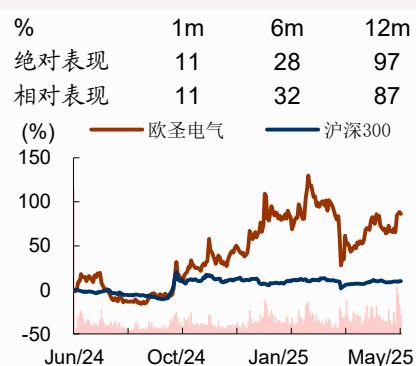
目标估值：

当前股价：27.13 元

## 基础数据

总股本（百万股）	255
已上市流通股(百万股)	667
总市值（十亿元）	6.9
流通市值（十亿元）	1.8
每股净资产（MRQ）	5.8
ROE (TTM)	18.5
资产负债率	54.7%
主要股东	Santa Barbara Investment
主要股东持股比例	67.51%

## 股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

史晋星	S1090522010003
✉	shijinxing@cmschina.com.cn
闫哲坤	S1090523070001
✉	yanzhekun@cmschina.com.cn

PE 为 20 倍，考虑到公司业绩未来 3 年复合增速 30%以上，估值处于低位，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

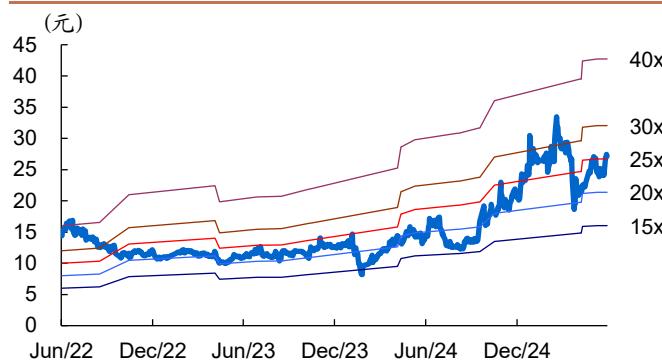
□ 风险提示：关税不确定性；终端需求不及预期；新品研发不及预期；原材料上涨；海运费上涨；汇率波动。

### 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1216	1764	2490	3166	4035
同比增长	-5%	45%	41%	27%	27%
营业利润(百万元)	212	284	388	509	658
同比增长	17%	34%	37%	31%	29%
归母净利润(百万元)	175	253	346	455	587
同比增长	8%	45%	37%	31%	29%
每股收益(元)	0.69	0.99	1.36	1.78	2.30
PE	39.6	27.3	20.0	15.2	11.8
PB	4.6	4.6	4.0	3.4	2.9

资料来源：公司数据、招商证券

图 1：欧圣电气历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：欧圣电气历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

## 正文目录

一、 欧圣电气：空气动力设备代工龙头 .....	5
1、 深耕美国 15 载，超越代工成为解决方案提供商 .....	5
2、 代工+品牌授权双轮驱动，营收整体快速增长 .....	7
二、 空压机：行业扩容，公司绑定龙头客户合作加深 .....	9
1、 气动工具市场空间 120 亿美元，依托空压机进入工具领域 .....	9
2、 公司与大客户加深合作深入绑定 .....	11
3、 产品从空压机扩展到气动工具，新增长空间打开 .....	14
三、 干湿两用吸尘器获得品牌授权，快速增长 .....	15
1、 吸尘器中国产能优势大，干湿两用吸尘器使用场景广 .....	15
2、 公司行业地位高，获得品牌授权力度加大 .....	16
四、 服务机器人：受益老龄化行业方兴未艾，公司多年布局进入收获期 .....	18
五、 看点催化：员工持股计划落地，海外产能加码 .....	21
六、 首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级 .....	22
七、 风险提示 .....	23

## 图表目录

图 1：欧圣电气历史 PE Band .....	2
图 2：欧圣电气历史 PB Band .....	2
图 3：欧圣电气各销售模式营收占比（%） .....	8
图 4：欧圣电气各销售品类毛利率（%） .....	8
图 5：各产品主营收入及占比（亿元） .....	9
图 6：欧圣电气分产品毛利率 .....	9
图 7：欧圣电气归母净利润及净利率（亿元） .....	9
图 8：全球动力工具市场空间约 400 亿美元 .....	10
图 9：空压机产品示意图 .....	10
图 10：中国出口至美国空压机体量（亿美元） .....	11
图 11：气动工具使用场景拆分 .....	11
图 12：公司研发费用率逐渐提升 .....	13
图 13：公司配件及其他业务收入（亿元） .....	14
图 14：全球及美国吸尘器行业规模（百万美元） .....	15
图 15：美国吸尘器行业规模（千台） .....	15
图 16：北美线下主流渠道认证流程 .....	17
图 17：公司吸尘器业务营收和毛利率（亿元） .....	17
图 18：伊利诺发展历程 .....	20
图 19：公司股权结构图 .....	21
图 20：公司马来西亚新工厂 .....	22

表 1：欧圣电气发展历程 .....	5
表 2：欧圣电气主要产品情况 .....	6
表 3：业务模式介绍 .....	8
表 4：北美市场知名品牌小型空压机产品主要制造厂商梳理 .....	11
表 5：中国主要空压机生产企业梳理 .....	12
表 6：公司和龙头零售厂商合作紧密 .....	13
表 7：公司空压机核心技术 .....	14
表 8：普通吸尘器 vs 干湿两用吸尘器 .....	15
表 9：公司前五大客户拆分 .....	17
表 10：不同类型养老机器人分类 .....	18
表 11：国内护理机器人企业梳理 .....	18

---

表 12: 公司第四代机器人销售情况 .....	20
表 13: 公司 2024 年新增专利梳理 .....	20
表 14: 欧圣电气员工持股计划 .....	22
表 15: 公司业务拆分 (营业收入: 亿元) .....	23

---

## 一、欧圣电气：空气动力设备代工龙头

### 1、深耕美国 15 载，超越代工成为解决方案提供商

公司从创立至今共经历了以下三个发展阶段及重要节点

#### 1、业务初步拓展，目标海外零售(2009 年至 2012 年)

- 2009 年由美国欧圣工业集团投资成立，以海外零售商为主要目标市场，确立“成为细分行业海外市场价值链解决方案提供商”的愿景，而非简单代工厂定位；
- 2012 年建成投产，试生产海外零售商的小规模订单，并逐渐与 Canadian Tire Corporation、Walmart、Costco、Menards 建立业务合作关系。

#### 2、掌握核心技术，业务快速发展(2013 年至 2017 年)

- 2013 年起逐步掌握电机等核心技术，成为国内为数不多的同时专业生产小型空压机和工业干湿两用吸尘器企业之一；彼时，这两类产品北美市场缺乏统一技术标准，公司通过提高产品标准和技术认证，陆续通过全球 CB、美国 ETL、欧盟 CE、澳大利亚 SAA 等认证，迅速获得国际客户认可。目前欧圣拥有业内领先的实验设备和产品测试能力，已获得 Intertek 认证的“卫星计划”实验室资质，不仅缩短产品认证周期，还可以为客户提供“一站式检测”服务。
- 2015 年左右：公司在[美国建立海外仓储中心及本地化售后团队](#)，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。同时，获得 Stanley Black&Decker 关于 Stanley、Porter Cable 等系列品牌的授权，确立以境外知名零售商为主要产品市场，以品牌授权和 ODM 为主的业务模式。

#### 3、业务跨越发展，产品多元构建价值链生态(2018 年至今)

- 2018 年公司开始将产品结构向中高端发展，并推出多元化产品。研究开发了高端静音小型空压机产品，干湿两用吸尘器推出高端品牌 Dewalt 系列。同时为确保供应链响应速度，公司自建电机厂和制罐场。
- 2022 年公司上市，2023 年为增强市场开拓能力和快速响应能力，公司产品结构向吹地机、工业风扇等清洁设备和气动工具、气动附件延伸。此外，欧圣利用自身数字化生产优势帮助客户优化供应链管理，通过 JIT 交付降低客户仓储成本等，让欧圣逐渐从供应商升级为战略伙伴，以劳氏为例，公司 2014 年开始建立合作关系，2020 年从空压机扩大合作范围到干湿吸尘器、配件等领域，进入全面战略合作关系，逐步将欧圣嵌入零售商供应链体系。
- 2024 年欧圣电气入选江苏省专精特新中小企业（第二批），截止 2024 年欧圣获得各项专利 366 项（其中国外发明专利 28 项），大功率静音干湿两用吸尘器和低噪音电控空气压缩机认定为高新技术产品。

表 1：欧圣电气发展历程

发展阶段	时间	事件
业务初步拓展 目标海外零售	2009 年-2012 年	2009 年由美国欧圣工业集团投资成立，创立以来以海外零售商为主要目标市场，专注于小型空压机和干湿两用吸尘器的研发、生产和销售；

掌握核心技术 业务快速发展	2013 年 - 2017 年	2012 年建成投产，试生产海外零售商的小规模订单，并逐渐与 Canadian Tire Corporation、Walmart、Costco、Menards 和 Lowe's 建立业务合作关系。 2013 年开始组建专业化研发团队，逐步掌握电机等核心技术，实现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。同时，获得了 Stanley Black&Decker 关于 Stanley、Porter Cable 等系列品牌的授权，通过品牌授权模式持续开拓 Walmart、Costco 等主要客户市场。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。
业务跨越发展 产品多元发展	2018 年至今	2018 年公司开始将产品结构向中高端发展，并推出多元化产品。研究开发了高端静音小型空压机产品。干湿两用吸尘器研发与设计技术获得了 Stanley Black & Decker 认可，推出高端品牌 Dewalt 系列； 2023 年为增强市场开拓能力和快速响应能力，公司产品结构向吹地机、工业风扇等清洁设备和气动工具、气动附件延伸。同时公司创立自主品牌、“ECOWELL”，“ECOMAX”尝试向 OBM 模式转变，扩大自主品牌“STEALTH”、“ALTON”在终端零售市场的影响力。

资料来源：公司公告、招商证券

欧圣电气主营空气动力设备（空压机、后拓展至气动工具）和清洁设备（主要为干湿两用吸尘器），公司拥有完整的采购、生产和销售体系，同时基于超静音电机和空气动力学等核心技术，研发了大小便智能护理机器人，成为未来重要看点。

- 小型空压机：**根据性能的高低分为家用型与商用型，家用型主要应用于家庭装修装饰、汽车维修等；商用型主要应用于建筑、装饰、汽车维修、小型制造加工等。2024 年营收 6.5 亿，占营收近 40%。
- 干湿两用吸尘器：**根据性能大小为家用型与商用型，家用型主要应用于家庭室内室外清洁、车内清洁等；商用型主要应用于汽车维修店、酒店、超市等工作场所的清洁。2024 年营收 8.8 亿，占营收 50% 左右。
- 配件及其他：**1) 气动工具：2024 年开始量产，成为新增长曲线。2) 家用洗地机：主要应用于家庭室内清洁。3) 园林工具等。2024 年营收占比近 10%。
- 工业风扇：**主要应用于家庭、商场、农场、养殖场、工厂等建筑物内通风散热。

表 2：欧圣电气主要产品情况

主要产品	产品系列	工作原理	产品特点	主要应用领域	图片
小型空压机	家用（150 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压动力	功率：0.3hp-1.5hp 最大工作压力：100psi-150psi 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（100 余种型号）		功率：1.5hp-2.5hp 最大工作压力：150psi-300psi 连接：气钉枪、充气枪、气动扳手、棘轮扳手、黄油枪、喷枪、切割机、砂轮机等	建筑、装饰、汽车维修、小型制造加工等	

干湿两用吸尘器	家用 (200 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 (50 余种型号)		功率: 1000-1500W 吸力: 13KPa-25KPa 流量: 90cfm-150cfm	汽车维修店、酒店、超市等工作场所清洁	
洗地机	家用 (10 余种型号)	通过加湿滚刷擦洗地面，随即清理滚刷并通过吸尘口将污物和污水吸入污水箱，从而使滚刷保持一定的洁净度并循环擦洗地面，维持连续清洁工作。	功率: 180-220W 吸力: 6KPa-14KPa 电池容量: 50-100Wh 工作时长: 20-40 分钟	家庭室内清洁	
	商用 (3 款)		功率: 200-400W 工作时长: 30-60 分钟 吸力: 12KPa-18KPa 电池容量: 100-200Wh	餐饮店、咖啡店等室内清洁	
工业风扇	商用 (40 余种型号)	通过风叶的旋转运动驱动空气将机械能转换成空气的动能，形成连续流动的空气以达到散热、通风等目的。	功率: 90-500W 噪音: 55-75dBA 流量: 200-10000cfm	家庭、商场、工厂等建筑物内通风散热	
	专业级 (10 余个型号)	通过开关控制平衡阀的开闭，从而推动活塞组件去打钉	工作气压: 70 磅/平方英寸 (0.48 兆帕) ~ 120 磅/平方英寸 (0.83 兆帕) 击发模式: 单发、连发、单连转 钉子长度: 10-90mm 气接头: 美式、欧式等，根据出口国标准可选	装修、装饰、装潢、包装等	

资料来源：公司招股书、公司公告、招商证券

## 2、代工+品牌授权双轮驱动，营收整体快速增长

公司采用 **ODM**、**OEM**、品牌授权及 **OBM** 四种销售模式。主要以 **ODM** 模式、品牌授权模式为主，合计占比超过 90%。

- **ODM** 模式的主要客户为家得宝、劳氏、TSC、Harbor 和沃尔玛。零售厂商没有研发生产能力，主要销售产品以公司空压机为主。公司与世界知名零

售商建立了稳定、良好的合作关系。

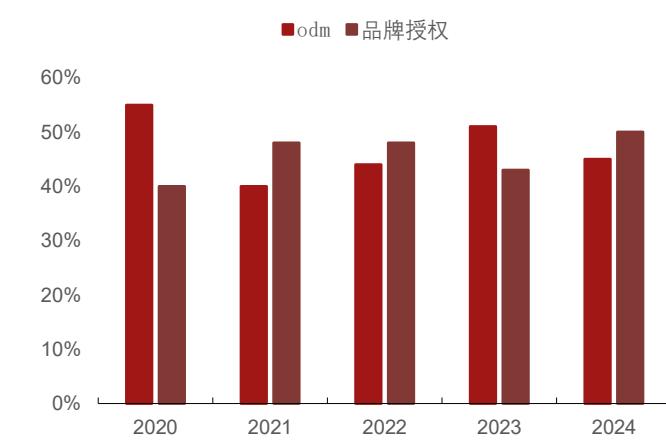
- 品牌授权：**以干湿两用吸尘器为主。SBD 品牌授权占比较高，公司按照销售比例支付品牌授权费用。品牌授权模式下产品定价和毛利率高于 ODM 模式。

表 3：业务模式介绍

销售模式分类	产品研发设计	产品生产	终端产品品牌	销售渠道	举例
ODM	公司主导产品设计，公司为 ODM 合作方提供的产品配置表、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	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	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	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

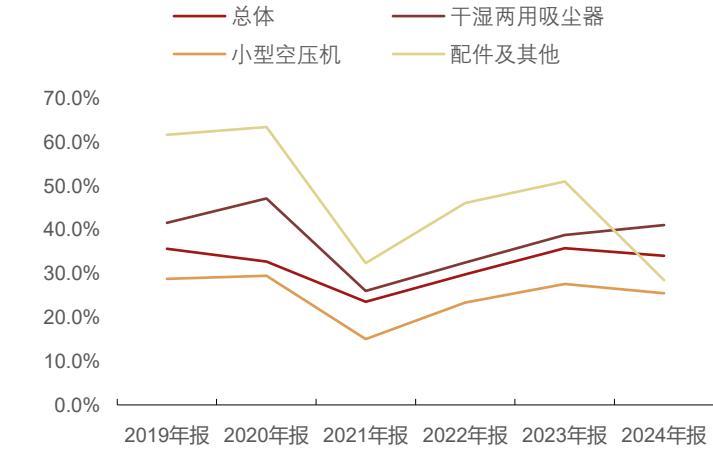
资料来源：公司公告、招商证券

图 3：欧圣电气各销售模式营收占比（%）



资料来源：公司公告，招商证券

图 4：欧圣电气各销售品类毛利率（%）



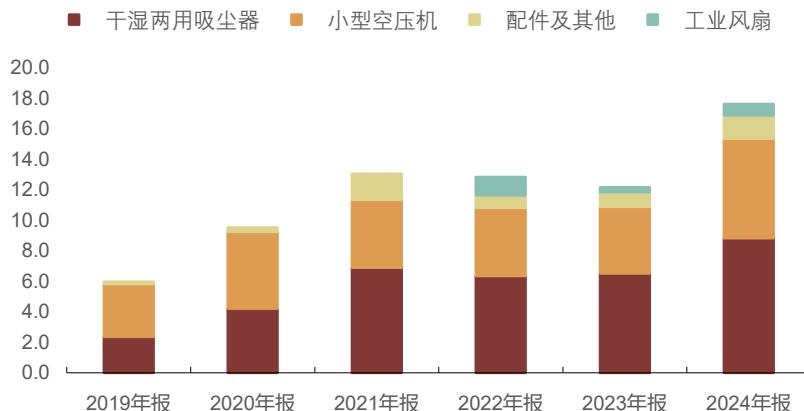
资料来源：公司公告，招商证券

**营收方面整体高增长，阶段性有所波动：**1) 2021 年以前：公司和客户合作加深，营收两年实现翻倍，2021 年达到 13 亿人民币。2) 2022-2023 年：美国工具行业库存高位，经历两年去库存，公司营收增长停滞。3) 2024 年起行业开始新一轮补库存，叠加公司新品类有所贡献，2024 年营收增长 45%，达到 18 亿人民币。

**结构变化：**干湿两用吸尘器占比上升，吸尘器+空压机营收占比近 90%。干湿两用吸尘器为品牌授权模式，近年公司加码渠道，新品迭代快，营收占比从 19 年的 40% 左右提升至 50%。

**新业务起量值得重视。**主要由公司新品类（气动工具、抛雪机、洗地机、服务机器人等）贡献，这些业务有望未来几年贡献可观的收入体量，成为公司重要增长点。

图 5: 各产品主营收入及占比(亿元)

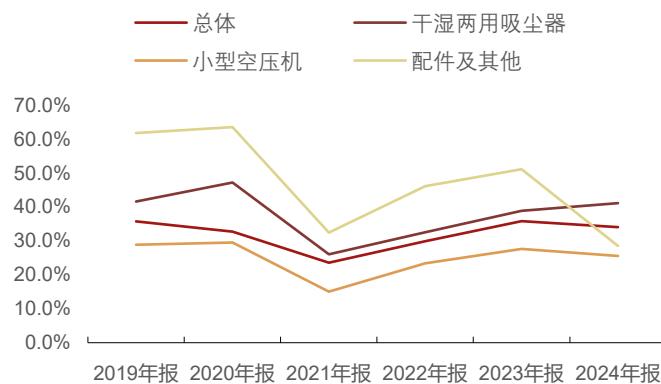


资料来源：公司公告、招商证券

**盈利分析：**1) 2019-2021 年毛利率下降，主要源于 2018 年美国对中国加征关税，叠加 2020 年开始大宗原材料显著上行。2) 2022-2024 年毛利率回升，主要源于公司积极调整产品结构，更加侧重盈利，高毛利产品占比提升，叠加原材料下行期。目前吸尘器、空压机毛利率分别在 40%、25% 左右，吸尘器由于采用品牌授权模式，毛利率相对更高。

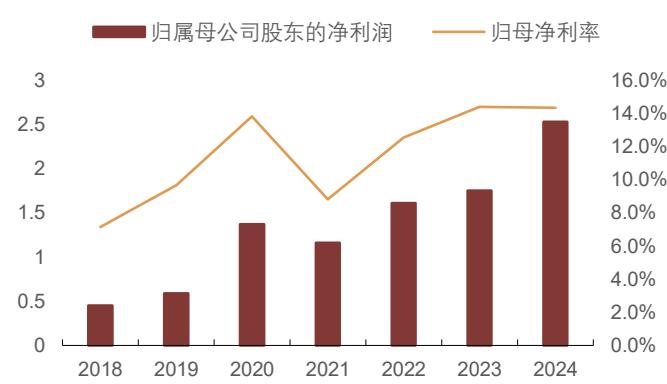
**毛利率提升带动净利润率提升。**净利率从 2021 年的 8.8% 稳步提升至 2024 年的 14%，高于同为吸尘器代工的德昌股份（12% 左右），跟巨星科技（15% 左右）水平接近。

图 6: 欧圣电气分产品毛利率



资料来源：公司公告，招商证券

图 7: 欧圣电气归母净利润及净利率(亿元)



资料来源：公司公告，招商证券

## 二、空压机：行业扩容，公司绑定龙头客户合作加深

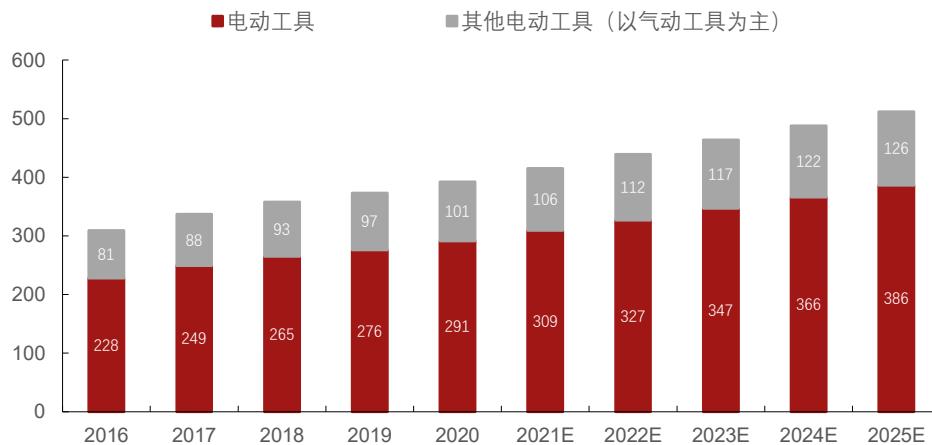
### 1、气动工具市场空间 120 亿美元，依托空压机进入工具领域

动力工具中，气动工具市场规模稳定增长。

按照能源性质，动力工具可划分为电动工具和其它动力工具(以气动为主)两类，

据弗若斯特沙利文预测数据，以收入口径计算，2024 年全球动力工具市场规模达到 488 亿美元，2016-2024 年 CAGR 在 5% 左右。其中其它动力工具（气动为主）市场空间在 122 亿美元。QYResearch 预计计到 2030 年，全球气动工具有市场空间将达 1256 亿元人民币，年复合增长率 CAGR 为 9.7%。

图 8：全球动力工具市场空间约 400 亿美元



资料来源：泉峰控股公司公告，弗若斯特沙利文，招商证券

**气动工具产品具有明显的优势，在部分领域有明显的独特优势，很难被电动工具替代，两者份额保持相当。原因在于：**

- 1) **操作便捷：**气动工具通过供气阀手柄以及调整调节阀可以很简单地进行操作，转速范围上能提供从 100rpm 到 70,000rpm 更多级别的选择，在同样输出功率的情况下，机身小巧寿命长，适合长时间工作。
- 2) **环境适应能力强：**气动工具能在温度范围很宽、潮湿和有灰尘的环境下可靠工作，浸水时不会产生电火花，安全性高。
- 3) **按重量容积之比输出功率大：**气动工具在同样的输出功率下，比电动工具小型轻量。

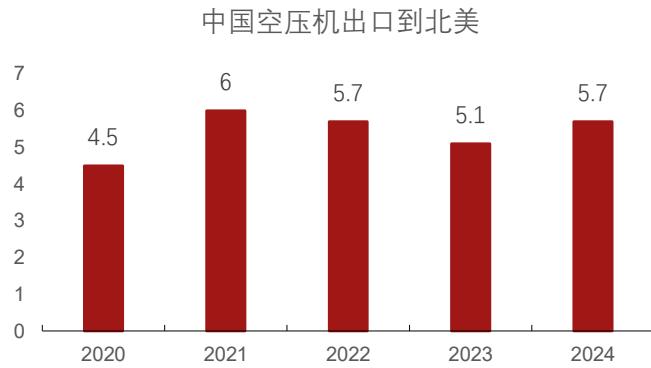
**空压机为气动工具核心零部件，下游应用领域广。**公司生产的空气压缩机为小型活塞式空气压缩机（排气量<6cfm），主要与气钉枪、充气枪、气动扳手、棘轮扳手、黄油枪、喷枪、砂轮机等家用气动工具相连接，为住宅、公共建筑和汽车维修养护店等家庭及商业场所提供小流量的空气动力。

图 9：空压机产品示意图



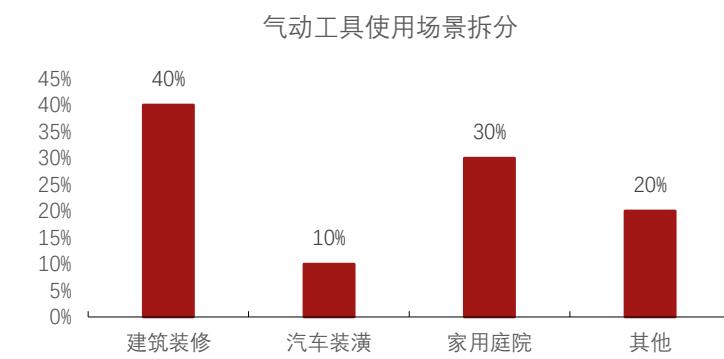
资料来源：公司公告、招商证券

图 10：中国出口至美国空压机体量（亿美元）



资料来源：海关总署，招商证券

图 11：气动工具使用场景拆分



资料来源：公司公告，招商证券

## 2、公司与大客户加深合作深入绑定

前文提到，美国空压机主要代工厂集中在中国，中国成为全球空压机的重要生产基地。行业有自产和外包两种模式：

- MAT Holdings, Inc.、Stanley Black&Decker、Makita Corporation、创科实业有限公司等少数几家拥有自有品牌的工具制造企业生产部分高端专业级空压机；
- 拥有知名小型空压机品牌的欧美工具制造企业和大型零售商主要通过 OEM、ODM 和品牌授权等经营模式进行生产经营，该类知名品牌小型空压机主要由国内少数几家优秀企业通过品牌授权、ODM 或 OEM 等方式生产销售。

表 4：北美市场知名品牌小型空压机产品主要制造厂商梳理

序号	北美市场小型空压机主要厂商	介绍	同类产品图片
----	---------------	----	--------

1	MAT Holdings, Inc.	北美专业空压机制造商和品牌商，主要产品为 30 加仑以上大体积空压机，其于 2020 年末收购小型空压机 Campbell Hausfeld 品牌，是北美市场主要生产小型空压机厂商之一	
2	创科实业有限公司	知名工具制造商和品牌商，为 The Home Depot 代工生产 Ridgid（美国艾默生电气公司将 Ridgid 授权给 The Home Depot）品牌系列小型空压机，同时生产销售自有品牌 RYOBI 小型空压机产品，是北美市场主要的生产小型空压机厂商之一	
3	Stanley Black&Decker	北美专业工具制造商和品牌商，主要产品定位高端的专业用户，拥有 Dewalt、Craftsman、Bostitch 等自有品牌，主要通过 OEM、品牌授权方式生产经营	
4	Makita Corporation（牧田株式会社）	日本知名专业工具制造商和品牌商，拥有自有品牌 Makita，是北美市场主要生产小型空压机厂商之一	
5	诺爱（上海）压缩机有限公司	主要为零售商和品牌制造商代工生产和销售小型空压机产品，同时生产销售自有品牌 Nuair 小型空压机产品，为意大利诺爱集团中国独资公司，是北美市场主要生产小型空压机厂商之一	
6	苏州欧圣电气股份有限公司	主要通过品牌授权、ODM 为零售商和品牌制造商生产和销售小型空压机产品，包括零售商 Lowe's 的 Kobalt 品牌、零售商 The Home Depot 的 Husky 品牌、品牌制造商 Stanley Black&Decker 的 Craftsman 品牌，是北美市场主要生产小型空压机厂商之一	

资料来源：公司公告，招商证券

表 5：中国主要空压机生产企业梳理

公司名称	概况	主要产品	经营规模	业务模式
杭州巨星科技股份有限公司	成立于 2001 年，注册资本 107,524.77 万元，位于杭州市江干区，主要研发、销售各类手工具产品和电动工具产品，于 2010 年 7 月在上海证券交易所主板上市。	手工具及手持式电动工具	2023 年度营业收入 110.84 亿元	ODM，品牌授权，自主品牌全球销售，2023 年外销业务收入比例为 93.69%
创科实业有限公司	TTI(Techtronic IndustriesCo., Ltd.)，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	2019 年度，实现营业收入 76.77 亿美元	ODM，品牌授权，自主品牌全球销售，2019 年北美和欧洲业务收入比例为 92.22%
复盛易利达（上海）压缩机有限公司	1998 年成立，注册资本 11,402 万元专注于工厂型及工艺型的离心式空气压缩机及氮气压缩机。2006 年成立，注册资本 11,789 万元，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。	离心式空气压缩机及氮气压缩机	无公开资料	无公开资料
鑫磊压缩机股份有限公司	2003 年成立，注册资本 1,804.44 万元，是一家专业生产空气压缩机的出口型企业。	空压机	无公开资料	无公开资料
诺爱（上海）压缩机有限公司	2004 年成立，注册资本 230 万欧元，是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
浙江鸿友压缩机制造有限公司	2003 年成立，注册资本 1,804.44 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
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	园林机械、小型空压机、气动工具	无公开资料	无公开资料

敬请阅读末页的重要说明

等，在中国昆山投资设立了苏州鸿本机械制造有限公司。

资料来源：公司公告，招商证券

**欧圣空压机表现：**2024 年公司空压机实现营收 7 亿人民币，在北美区域销售中保持相当的优势，相较 2019 年接近翻倍，份额不断提升。公司核心竞争力体现在：

- **销售优势：**美国零售渠道代工具有很强的壁垒，对代工企业要求苛刻，验证周期长，一旦建立合作后不会轻易更换代工商。公司已建立稳定的知名零售商销售渠道，与 Walmart、Lowe's、The Home Depot、Costco 等数十家国际知名零售商建立了稳定的合作关系，同时在美国建有海外仓储中心及配备了专业售后服务团队直接面对终端消费者。

**表 6：公司和龙头零售厂商合作紧密**

年度	客户名称	销售收入	销售数量	销售单价	毛利率
2019 年度	Lowe's	12,507	17	716	27.8%
	The Home Depot	5,829	13	435	19.9%
	Canadian Tire Corporation	4,757	9	553	23.0%
	Walmart	4,212	15	279	30.2%
	Menards	3,130	4	721	46.7%
	合计/平均	30,435	59	517	27.8%
2020 年度	The Home Depot	16,352	27	617	25.7%
	Lowe's	15,198	20	768	32.4%
	Canadian Tire Corporation	5,466	11	516	22.2%
	Walmart	4,090	18	231	22.9%
	Menards	2,997	6	520	35.4%
	合计/平均	44,102	80	549	28.0%
2021 年 1-6 月	Lowe's	10,123	13	787	23.2%
	The Home Depot	5,194	8	643	18.1%
	Canadian Tire Corporation	2,507	5	480	8.4%
	Menards	2,260	4	631	40.7%
	Walmart	1,582	8	197	7.8%
	合计/平均	21,666	38	574	21.0%

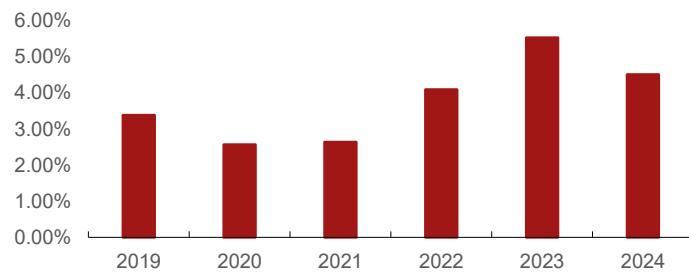
资料来源：公司招股书，招商证券

**研发优势：**公司具备快速的研发反应能力，能够适时对市场和客户的最新需求做出快速反应并确保产品不断迭代更新。同时配备了全美的研发软硬件配置及积累了丰富的研发经营和研发技术成果。在静音空压机技术、高压空压技术、无刷电机技术方面均走在行业前列。公司研发费用率波动中提升，近年稳定在 5% 左右。

**图 12：公司研发费用率逐渐提升**

敬请阅读末页的重要说明

研发费用率



资料来源：公司公告、招商证券

表 7：公司空压机核心技术

核心技术	解释
静音空压机技术	小型空压机主要用于住宅、公共建筑和汽车维修养护店等为气动工具提供空气动力，使用者经常因噪音扰民感到困扰。随着人们对生活品质及舒适度的要求不断提升，静音空压机将会受到人们的热捧，未来小型空压机的噪音将会集中在 50 到 60 分贝之间。
高压空压机技术	运用高压技术可使更小容积的储气罐储藏更大的空气压缩量，使小型空压机的体积、重量大幅减轻，材料得到大幅节省，未来高压小型空压机将引领市场潮流。
无刷电机技术	正在积极推动和扶持高效电机及电机系统节能工程的开展和实施，高效无刷电机、高效节能泵头技术的研究已成行业发展趋势。随着环保意识的逐渐增强，消费者开始更多地关注产品节能效率，在技术升级的推动下，小型空压机的节能高效化呈不断深入发展的趋势，整机电机泵头的效率会得到不断提升

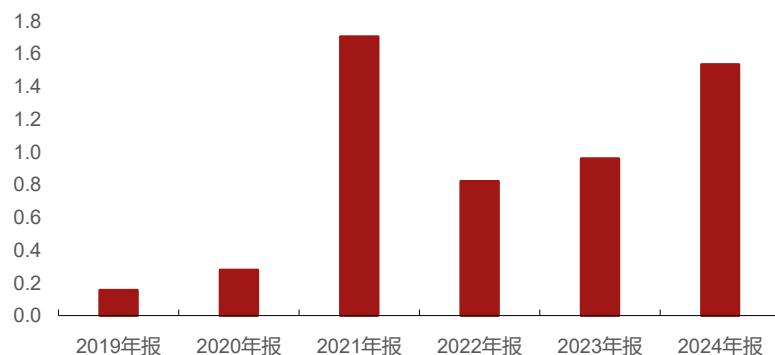
资料来源：公司公告，招商证券

### 3、产品从空压机扩展到气动工具，新增长空间打开

公司气动工具新品（气钉枪、气扳手、空气锤等）已经研发成功，后续将持续放量。气动工具的核心就是空压机，公司在产品性能、品质和电机效率等方面的领先地位，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。

**2024 年 Q3 开始气动工具开始贡献营收，预计 2025 年营收增长贡献大。**美国气动工具（不含空压机）市场规模在 60 亿美元左右，目前公司在这一领域营收仅千万级别，增长潜力巨大。家得宝、劳氏等核心客户已逐渐将气动工具订单转移给公司。报表层面来看，2019-2024 年，公司报表中配件及其他收入从 0.2 亿增长至 1.5 亿，其中 2024 年增速为 50%。

图 13：公司配件及其他业务收入（亿元）



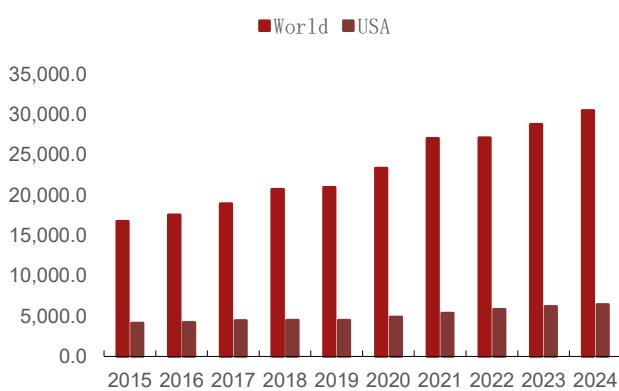
资料来源：公司公告、招商证券

### 三、干湿两用吸尘器获得品牌授权，快速增长

#### 1、吸尘器中国产能优势大，干湿两用吸尘器使用场景广

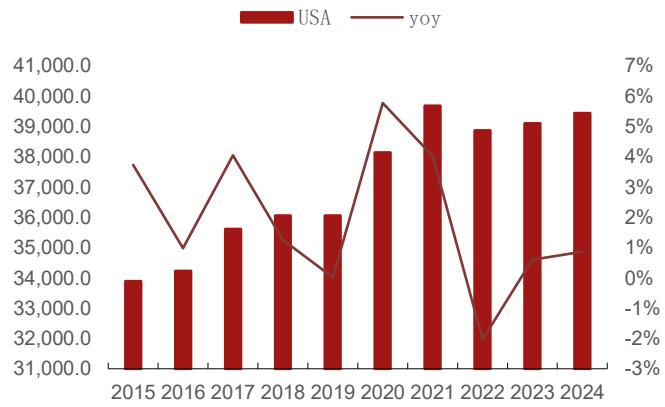
根据欧睿，**2024年全球吸尘器市场规模突破300亿美元，10年复合增速在6%左右，保持稳健增长。**其中美国为最大单一市场，2024年销售额为65亿美元(对应4000万台)，占比超过20%。中国在吸尘器领域年产量占比超过80%，具有绝对的优势。

图 14：全球及美国吸尘器行业规模（百万美元）



资料来源：欧睿，招商证券

图 15：美国吸尘器行业规模（千台）



资料来源：欧睿，招商证券

欧圣电气主营干湿两用吸尘器，与普通家用吸尘器存在显著差异：

- 与干式吸尘器不同，干湿两用吸尘器最显著的特点是能够吸水，适用于潮湿环境。干湿两用吸尘器以桶式为主，因具有干湿两用、吸力强过滤能力强、容量大等优势；
- 干湿两用吸尘器应用更加广泛，可作为高效能的商用和家用吸尘器。以桶式为主，因具有干湿两用、吸力强、过滤能力强、容量大等优势，除了广泛为洗车房、酒店、超市、写字楼、保洁公司等商业和服务业场所使用，在欧美等发达国家和地区的家庭中使用也越来越普遍；
- 干湿两用吸尘器均价高于普通吸尘器。公司产品出货均价在200元以上，普通家用吸尘器出厂价在160元左右（根据德昌、莱克等公司公告）。毛利率方面来看，德昌、莱克吸尘器毛利率在17%、25%左右，低于欧圣电气40%左右毛利，除了销售模式差异之外，亦有两种吸尘器制造壁垒不同的因素。

表 8：普通吸尘器 vs 干湿两用吸尘器

吸尘器大类					
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	
家庭地板清洁吸尘器	手持式吸尘器	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	Stanley Black&Decker、创科实业、莱克电气	
	立式吸尘器			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，招商证券

## 2、公司行业地位高，获得品牌授权力度加大

北美市场干湿两用吸尘器的品牌具有稀缺性，目前主要由当地商超自有品牌或制造品牌把控。北美知名干湿两用吸尘器品牌主要包括 1) 制造商：Shop-Vac 品牌、艾默生电气公司 Ridgid 品牌、史丹利百得的 Stanley、Porter Cable、Craftsman、Dewalt 系列品牌。2) 零售商自有品牌：Hyper Tough(Walmart)、Husky (The Home Depot)、Bauer (Harbor Freight Tools) 等品牌。

中国企业大多通过 ODM/OEM 模式为美国品牌贴牌生产。近年来由于生产技术的快速发展和劳动力价格昂贵的影响，除 Shop-Vac Corporation、美国艾默生电气公司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，目前拥有知名干湿两用吸尘器品牌的欧美工具制造企业和大型零售商主要依靠代工、品牌授权经营模式进行生产经营，国内主要有苏州欧圣和苏州天佑两家公司。整体来看，北美干湿两用吸尘器行业企业竞争相对充分并较为集中。

公司与手工具龙头史丹利百得 (SBD) 深度绑定，近年 SBD 对公司授权增加，合作进一步深入。公司干湿两用吸尘器近 9 成通过品牌授权模式销售，其中来自 SBD 的收入占比或在 7 成以上。主要包括 SBD 旗下的 Stanley、Porter Cable、Craftsman、Dewalt 等多个主要品牌。SBD 公司品牌力强劲，2024 年营收为 153.7 亿美元。目前在全球手工具领域稳居第一，全球市场份额达到近 10%。近年来进一步向气动工具、电动工具等领域拓展，欧圣电气是其重要的抓手和合作伙伴。

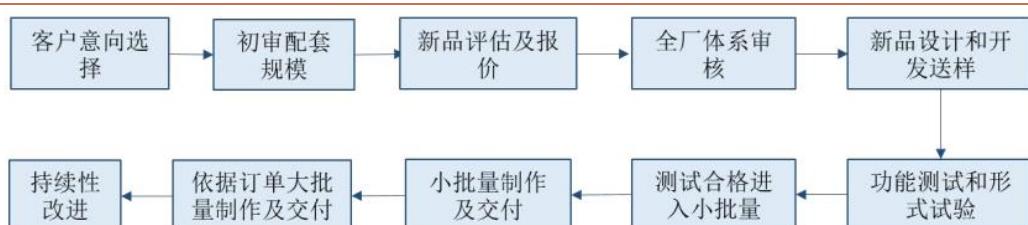
**销售渠道：**大客户深度绑定，空压机渠道得以复用。进入北美线下主流渠道绝非易事，进入该行业的企业不仅需要具备一定的产品研发技术能力，更需要花费较长的时间积累业界声誉，通过大客户采购认证，具体难点在于：

- 1) 对于新品设计和开发送样，供应商在和客户不断确认设计方案的过程中制作手板样需要至少 1 个月，开模需要经历 2 个月，送样进行寿命、性能评估

测试以及产品安全认证需要经历 1 个半月到 4 个月，客户往往要求低温低压启动等性能测试需要一次性通过，以上任何环节出现差错都将使认证时间延长。

2) 对于客户认证合格的产品，客户提出持续性改进建议并保持长期稳定采购，对供货能力和研发能力提出高要求。

图 16：北美线下主流渠道认证流程



资料来源：公司招股书、招商证券

表 9：公司前五大客户拆分

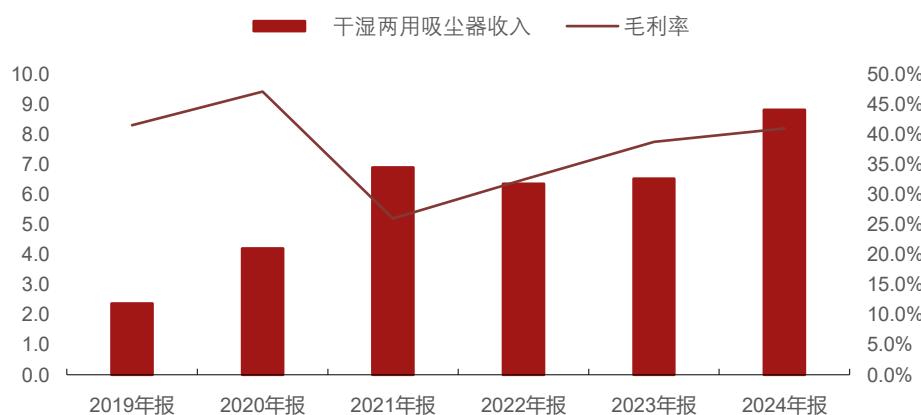
2024 年		2023 年		2022 年	
序号	客户名称	占年度销售总额比例	序号	客户名称	占年度销售总额比例
1	Lowe's	27.86%	1	Lowe's	24.60%
2	The Home Depot	11.46%	2	Harbor Freight Tools	11.40%
3	Harbor Freight Tools	8.60%	3	Amazon	11.10%
4	Walmart US	4.76%	4	The Home Depot	7.70%
5	Costco US	4.55%	5	Costco	7.60%
合计	--	57.23%	合计	--	62.52%

资料来源：公司公告，招商证券

公司吸尘器业务快速增长，受益于产品结构提升+规模效应，毛利率快速提升。

2024 年公司干湿两用吸尘器收入 9 亿元，占收入比重已经过半。5 年收入 CAGR 为 30%。毛利率 2022-2024 年分别为 33%、39%、41%，保持稳步提升。

图 17：公司吸尘器业务营收和毛利率（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

## 四、服务机器人：受益老龄化行业方兴未艾，公司多年布局进入收获期

**养老机器人进入高速增长期，百亿级别规模。**根据世界机器人大会，2023 年中国服务机器人市场规模约 554 亿元，对应中国养老机器人市场规模约 66 亿元。前瞻产业研究院则估计，**2024 年，中国养老机器人的市场规模约 79 亿元，未来五年将会以 15% 左右的复合增长率快速增长，预计到 2029 年将会达到 159 亿元。**

**护理机器人是养老机器人的重要组成部分。**根据 Ageclub，从需求段划分，养老机器人主要分为护理机器人、康复机器人和陪伴机器人。其中护理机器人主要以辅助老年人日常生活为目标，涉及生活照料、排泄洗浴、安全监护、健康管理等。假设其占养老机器人比重不变，其未来五年行业复合增速也为 15%，主要受老龄化的推动。根据国家统计局，2024 年我国 65 岁以上人口占比 16%，超过 2.2 亿人。

表 10：不同类型养老机器人分类

类型	起步时间	功能	应用场景
康复机器人	20 世纪 60 年代	辅助人体完成肢体动作，实现康复治疗和康复护理功能的医疗机器人，可分为普通和康复机器人和外骨骼机器人	康复中心、医疗/护理机构为主
护理机器人	20 世纪 80 年代	以辅助老年人日常生活为目标，涉及生活照料、排泄洗浴、安全监护、健康管理等	医疗/护理机构为主
陪伴机器人	20 世纪 90 年代	情感交互、娱乐陪伴、家居管理(如吃药提醒、语音聊天)	居家场景+医疗/护理机构

资料来源：ageclub，招商证券

**行业处于发展初期，国内企业较为分散，格局未定。**国内主要玩家为沈阳新松机器人，主要经营电动护理床、半自动一体化床椅、电动护理坐便床等；北京益康生活、美安医药（23 年医药及医疗器械营业收入超过 4 亿元）、欧圣电气子公司苏州伊利诺。

表 11：国内护理机器人企业梳理

类型	企业	主要产品
护理机器人企业	沈阳新松机器人自动化股份有限公司	电动护理床、半自动一体化床椅、电动护理坐便床
	江苏泰泉电子自动化设备有限公司	机器人保姆全自动翻身护理床
	江苏慧明智能科技有限公司	慧明医用智能电动护理床、慧明家用平板智能电动护理床、慧明声控式智能电动护理床、换式智能养老工作台
	北京益康生活智能科技有限公司	移动护理椅这种机器人可以帮助腿脚行动不便的老人、残疾人以及伤员自理日常生活，包括移动、行走、大小便辅助站立等
	伊利诺（欧圣电气）	主营护理机器人，2024 年有千万级别销售
	乐聆康养	集高科研发、生产制造、运营服务于一体的“大数据+互联网+智慧康养”科技型企业联合体。公司已经成功开发出护理机器人等新品类产品。
	天愈康复医疗	康复医疗机器人研发商，专业从事医康养护与助老助残机器人产品研发、生产及销售。
	美安医药	一家医疗科技研发生产和商业化平台。
	罗森博特	专注于医疗机器人前沿技术原始创新，以原创医疗机器人技术赋能医疗机构。
	博为医疗	专注于高端医疗自动化设备、医疗机器人产品研发、生产销售及服务的高新技术企业。

资料来源：智研咨询，前瞻产业研究院，招商证券

敬请阅读末页的重要说明

欧圣电气子公司伊利诺深耕护理机器人超过 10 年，产品快速迭代。伊利诺 2014 年成立，2011 年母公司欧圣电气便引进日本排泄护理科技，2013 年推出第一代护理机器人产品。**2020 年产品进入北京 301 医院等顶级医疗机构使用。**第四代护理机器人成功和多家主流医疗机构合作，渠道进一步打开。客户包括医药、社区养老机构、健康管理类企业、个人等，2019/2020 两个完整年度分别实现 125 台/74 台的销量。2024 年耗资 1.5 亿元，推出第五代产品。

图 18: 伊利诺发展历程



资料来源：伊利诺公众号、招商证券

表 12: 公司第四代机器人销售情况

期间	销售金额(万元)	销售数量	主要客户	主要产品型号
2018 年	31.36	21 台	客户较为分散, 包括医药、社区养老机构、健康管理类企业、个人, 具体包括苏州益生康生物科技有限公司、四川省彭山区人民医院等客户。	第四代护理机器人
2019 年	123.09	125 台	客户较为分散, 包括医药、社区养老机构、健康管理类企业、个人, 具体包括三恩智能科技(徐州)有限公司、泗洪分金亭医院等客户。	第四代护理机器人
2020 年	91.4	74 台	客户较为分散, 包括医药、社区养老机构、健康管理类企业、个人, 具体包括广州云杉健康产业有限公司、陕西福奥博科技有限公司、深圳市嘉鑫精密机械有限公司等客户。	第四代护理机器人
2021 年 1-6 月	18.36	18 台	客户较为分散, 包括医药、社区养老机构、健康管理类企业、个人, 具体包括洛阳斐爱医疗科技有限公司、四川天颐康医疗科技有限公司等客户。	第四代护理机器人

资料来源：招股说明书，招商证券

**伊利诺研发能力领先，产品力迭代快。**公司产品已取得中国、日本、美国、欧盟等多个国家和地区的认证，正式进入批量化生产销售阶段。截至 2024 年底，发明专利、实用新型、国外专利数量分别为 76/141/28 项。2024 年研发成果转化加速，国内发明专利、实用新型分别新增 9/5 项，并获得中国台湾地区和国际相关专利。

表 13: 公司 2024 年新增专利梳理

2024 中国大陆专利			
序号	专利名称	专利类型	授权日
1	护理机及其可穿戴式工作头	发明	2024.04.30
2	一种用于护理机的穿戴组件及护理机	发明	2024.08.30
3	用于护理机的穿戴组件及护理机	发明	2024.09.03
4	一种用于护理机的穿戴组件及护理机	发明	2024.09.03
5	护理机主机及其所属的护理机	发明	2024.09.03
6	护理机	发明	2024.09.03
7	一种护理机及其护理机主机	发明	2024.09.06
8	护理机及其排污管路的浸泡消毒方法	发明	2024.11.8
9	隔水装置、护理机主机及护理机	发明	2024.12.20

敬请阅读末页的重要说明

2024 中国台湾专利			
序号	专利名称	专利类型	授权日
1	包裤装置、集便组件及护理机	实用新型	2024. 05. 11
2	集便器、集便组件及护理机	实用新型	2024. 08. 21
3	护理机	实用新型	2024. 08. 21
4	包裤装置、集便组件及护理机	实用新型	2024. 09. 11
5	集便器、集便组件及护理机	实用新型	2024. 10. 11

2024 国际专利			
序号	专利名称	中文名称	PCT 号
1	Nursing machine host and nursing machine to which same belongs	护理机主机及其所属的护理机	PCT/CN2019/113655

资料来源：公司公告，招商证券

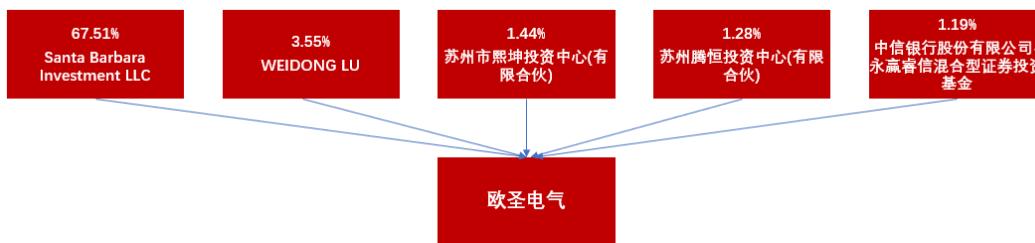
2024 年公司护理机器人进一步起量，客户渠道进一步打开。我们预计 2025 年护理机器人新签订单在 1000 台左右，明显上量。假设按照出厂价 1.5 万元左右计算，贡献收入将达到千万级。公司 2024 年将进一步将渠道拓展至大型医院；此外，海外销售团队成功组建，后续将进一步扩展海外市场，我们对公司服务机器人业务中长期保持乐观。

## 五、看点催化：员工持股计划落地，海外产能加码

4月18日，公司发布员工持股计划。计划使用回购股份合计不超过120万股，约占公司现有股本总额的0.66%，价格为17.02元/股。分3期解锁，第1/2/3年解锁比例分别为30%、30%、40%。共涉及公司高管及核心员工72人。考核目标方面为营收增速，100%解锁对应25/26/27年同比增速分别为20%/28%/28%；80%解锁目标对应25/26/27年同比增速分别为14%/21%/21%。

公司股权结构较为集中，陆为东父女绝对控股（通过圣巴巴拉投资公司持有欧圣电气71.06%股权），本次员工持股计划推出，覆盖范围广，进一步调动了员工的积极性。陆为东先生上世纪90年代前往美国（美籍），在美国当地渠道和供应链的开拓方面做了大量工作，为欧圣后续销售铺开打下坚实的基本盘。

图 19：公司股权结构图



资料来源：ifind、招商证券

表 14：欧圣电气员工持股计划

序号	姓名	职务	认购份额上限(万份)	占持股计划比例(%)
1	姚玲	财务总监	34.04	1.67%
2	罗刚	董事会秘书	17.02	0.83%
3	核心员工(70人)		1993.04	97.50%
合计			2044.1	100%

资料来源：公司公告，招商证券

**马来西亚工厂 5 月量产，海外产能加码。**2022 年 5 月，欧圣电气发布公告，拟投资 5,000 万美元在马来西亚柔佛州新山县新建机电设备生产项目。2024 年 10 月，公司马来西亚工厂基本建成，并开始试产。马来西亚工厂满产后，我们预计年产值有望达到 20 亿人民币左右，届时将完全覆盖美国缺口。

- 我们估计 2025 年产值将有望超 10 亿人民币左右，此外通过上半年提前备货策略，将有效对冲美国关税的影响。
- 马来西亚政府给予公司较大的税收优惠，有望进一步优化公司盈利。不考虑关税影响，我们预计马来新工厂盈利能力或将超过国内工厂；
- 新工厂交通便利，通过最新开通的蒲莱河大桥，距离最近的 PTP 港口仅 24.5km，且靠近新加坡，依托成熟的陆运及海运物流通道为物流提供良好的交通基础。

图 20：公司马来西亚新工厂



资料来源：公司公众号、招商证券

## 六、首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级

盈利预测方面，我们关键假设如下：

- **干湿两用吸尘器：**公司和史丹利百得合作加深，品牌授权深化。2024 年起加速放量，预计后续保持此趋势。2025 年受美国加征关税影响，出货价增幅放缓，但在手订单仍旧饱满。毛利率方面 2025 年略有下降，2026 年起恢复提升，主要受益产品结构提升。
- **小型空压机：**在手订单饱满，保持较高增速。2025 年受美国加征关税影响，出货价预计保持不变。毛利率方面基本保持稳定，2026 年起恢复提升，主要受益于规模效应。
- **气动工具等(包括工业风扇、气钉枪、气扳手等)。**主要源于公司品类扩张，2024Q3 贡献收入。2025 年预计气动工具放量明显，增量保守估计在 2 亿以上。目前毛利率没有原先两大主营业务稳定，我们预计近两年 38% 左右，后续将提升。

表 15：公司业务拆分（营业收入：亿元）

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>分品类</b>							
<b>干湿两用吸尘器</b>							
营业收入	691	636	653	882	1125	1417	1785
yoy	64%	-8%	3%	35%	28%	26%	26%
销量（万台）	328	253	287	327	409	491	589
yoy	126%	-23%	13%	14%	25%	20%	20%
均价（元）	211	251	227	270	275	289	303
yoy	-27%	19%	-9%	19%	2%	5%	5%
毛利	180	207	253	362	452	574	732
毛利率	26.0%	32.5%	38.8%	41.0%	40.2%	40.5%	41.0%
<b>小型空压机</b>							
营业收入	445	447	436	712	897	1144	1458
yoy	-12%	1%	-2%	63%	26%	28%	28%
销量（万台）	75	73	73	120	151	189	236
yoy	-18%	-2%	0%	63%	26%	25%	25%
均价（元）	595	610	595	595	595	607	619
yoy	7%	2%	-2%	0%	0%	2%	2%
毛利	67	105	121	166	210	275	357
毛利率	15.0%	23.4%	27.6%	23.3%	23.4%	24.0%	24.5%
<b>气动工具（工业风扇、气钉枪、扳手等）</b>							
营业收入	--	118	31	75	300	420	588
yoy			-74%	200%	300%	40%	40%
毛利	--	34	12	28	113	160	226
毛利率	--	28.8%	40.3%	37.3%	38%	38%	39%

资料来源：公司公告，招商证券

我们预计公司 2025-2027 年营收分别同比+41%、27%、+27%，保持较快增长；预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.5、4.6、5.9 亿元，当前股价对应 PE 分别为 20/15/12 倍，考虑到公司业绩未来 3 年复合增速 30%以上，估值处于低位，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

## 七、风险提示

- 1) 关税不确定性影响。2025 年起，特朗普政府关税政策反复变动，对国内出口美国占比较高的企业产生较大影响。
- 2) 美国欧洲终端需求不及预期影响。公司美国欧洲占总收入的 90%以上，若美国通胀高企，将对公司产生不利影响。
- 3) 新品研发不及预期影响。气动工具、OPE 等新品有望成为公司重要的增长点，若推出不及预期将影响客户合作，影响收入增速。
- 4) 原材料上涨影响。工具和清洁设备行业作为传统制造业，原材料占总成本比重在 80%以上，若原材料大幅上涨将影响公司盈利。
- 5) 海运费波动影响。公司外销占比较高，若海运费出现大幅上涨，将对公司发货周期和盈利产生明显影响，上一轮运费上涨公司利润有受影响。
- 6) 汇率波动影响。公司美国市场占比高，结算主要以美元。若汇率大幅波动将对公司盈利能力产生影响。

## 附：财务预测表

## 资产负债表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1646	1563	1909	2425	3103
现金	1100	929	1059	1380	1807
交易性投资	200	120	120	120	120
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	130	192	272	345	440
其它应收款	11	23	32	40	52
存货	140	211	302	382	483
其他	65	88	124	158	201
<b>非流动资产</b>	676	1392	1465	1533	1599
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	285	375	459	539	614
无形资产商誉	118	121	109	98	89
其他	273	896	896	896	896
<b>资产总计</b>	<b>2321</b>	<b>2955</b>	<b>3374</b>	<b>3958</b>	<b>4701</b>
<b>流动负债</b>	717	1248	1421	1724	2107
短期借款	174	402	250	260	270
应付账款	467	766	1096	1384	1751
预收账款	7	13	19	24	30
其他	70	67	56	56	56
<b>长期负债</b>	111	216	216	216	216
长期借款	54	116	116	116	116
其他	57	101	101	101	101
<b>负债合计</b>	<b>828</b>	<b>1465</b>	<b>1638</b>	<b>1941</b>	<b>2323</b>
股本	183	183	255	255	255
资本公积金	911	881	881	881	881
留存收益	400	427	601	882	1242
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1494	1491	1736	2017	2378
<b>负债及权益合计</b>	<b>2321</b>	<b>2955</b>	<b>3374</b>	<b>3958</b>	<b>4701</b>

## 利润表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	1216	1764	2490	3166	4035
营业成本	781	1163	1665	2102	2659
营业税金及附加	8	9	13	17	21
营业费用	144	185	249	307	391
管理费用	52	80	107	136	174
研发费用	67	80	112	139	178
财务费用	(38)	(27)	(30)	(30)	(30)
资产减值损失	(6)	(4)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	3	9	9	9	9
投资收益	13	6	6	6	6
<b>营业利润</b>	212	284	388	509	658
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	212	283	387	508	656
所得税	37	29	40	53	69
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>175</b>	<b>253</b>	<b>346</b>	<b>455</b>	<b>587</b>

## 主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-5%	45%	41%	27%	27%
营业利润	17%	34%	37%	31%	29%
归母净利润	8%	45%	37%	31%	29%
<b>获利能力</b>					
毛利率	35.8%	34.1%	33.1%	33.6%	34.1%
净利率	14.4%	14.4%	13.9%	14.4%	14.6%
ROE	11.9%	17.0%	21.5%	24.2%	26.7%
ROIC	8.7%	12.3%	15.5%	19.1%	21.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	35.7%	49.6%	48.5%	49.0%	49.4%
净负债比率	10.0%	17.9%	10.8%	9.5%	8.2%
流动比率	2.3	1.3	1.3	1.4	1.5
速动比率	2.1	1.1	1.1	1.2	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
存货周转率	5.0	6.6	6.5	6.1	6.1
应收账款周转率	10.5	10.9	10.7	10.3	10.3
应付账款周转率	1.8	1.9	1.8	1.7	1.7
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.69	0.99	1.36	1.78	2.30
每股经营净现金	1.01	1.44	1.79	2.14	2.77
每股净资产	5.86	5.85	6.81	7.91	9.33
每股股利	0.59	0.54	0.68	0.89	1.15
<b>估值比率</b>					
PE	39.6	27.3	20.0	15.2	11.8
PB	4.6	4.6	4.0	3.4	2.9
EV/EBITDA	39.9	27.6	19.3	14.6	11.3

## 现金流量表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	258	368	456	546	707
净利润	175	253	346	455	587
折旧摊销	18	19	34	38	42
财务费用	(5)	17	(30)	(30)	(30)
投资收益	(13)	(6)	(15)	(15)	(15)
营运资金变动	86	92	120	98	123
其它	(2)	(8)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(7)	(570)	(92)	(92)	(92)
资本支出	(268)	(655)	(107)	(107)	(107)
其他投资	261	86	15	15	15
<b>筹资活动现金流</b>	5	(5)	(234)	(133)	(187)
借款变动	102	199	(163)	10	10
普通股增加	0	0	72	0	0
资本公积增加	0	(30)	0	0	0
股利分配	(128)	(243)	(173)	(173)	(227)
其他	31	70	30	30	30
<b>现金净增加额</b>	<b>256</b>	<b>(206)</b>	<b>130</b>	<b>320</b>	<b>428</b>

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。