

如何把握机械出口链投资机会？

——机械出口链投资手册

行业评级：看好

2024年05月15日

分析师	邱世梁	分析师	王华君	分析师	王家艺
邮箱	qiushiliang@stocke.com.cn	邮箱	wanghuajun@stocke.com.cn	邮箱	wangjiayi@stocke.com.cn
电话	18516256639	电话	18610723118	电话	18021010821
证书编号	S1230520050001	证书编号	S1230520080005	证书编号	S1230523080015

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

□ 宏观：出口链处于何种位置？

- **总量：**高利率压制整体需求总量偏弱，美国市场+新兴市场相对景气
- **结构：**我国出口份额稳中有进，出口到达国中新兴市场占比提升
- **二元框架定位出口链位置**
 - **地区维度：**美国去库结束&新兴市场成长→海外利率敏感行业→欧美整体复苏
 - **产业维度：**周期复苏赛道→需求成长赛道→产品形态变化or技术变革赛道

□ 中观：如何做行业比较？精选4条投资主线层层推进：

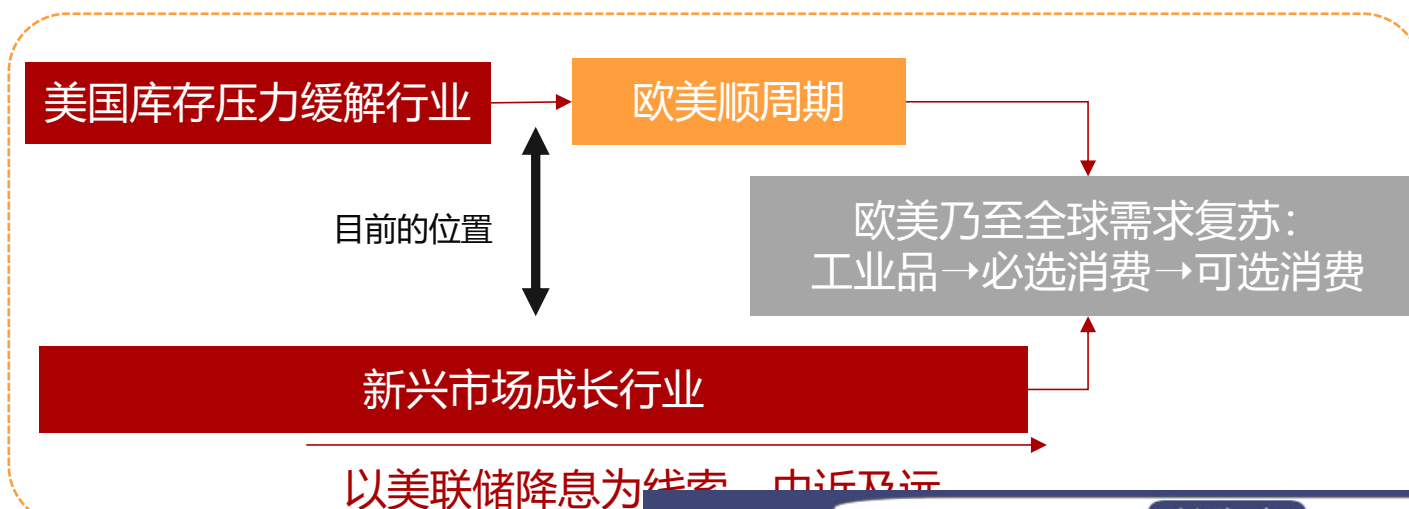
- **美国库存扰动缓解【工具类】**
- **海外利率敏感行业【①美国地产及后周期：工具类；②制造业投资周期：工程机械、通用机械】**
- **新兴市场持续成长（卖水人行业）【工程机械、通用机械、纺服设备、两轮车】**
- **新产品/新技术渗透【①工具细分：锂电园林工具（OPE）、无绳电动工具；②设备升级：数码印花设备】**

□ 微观：寻找长中短期的合力

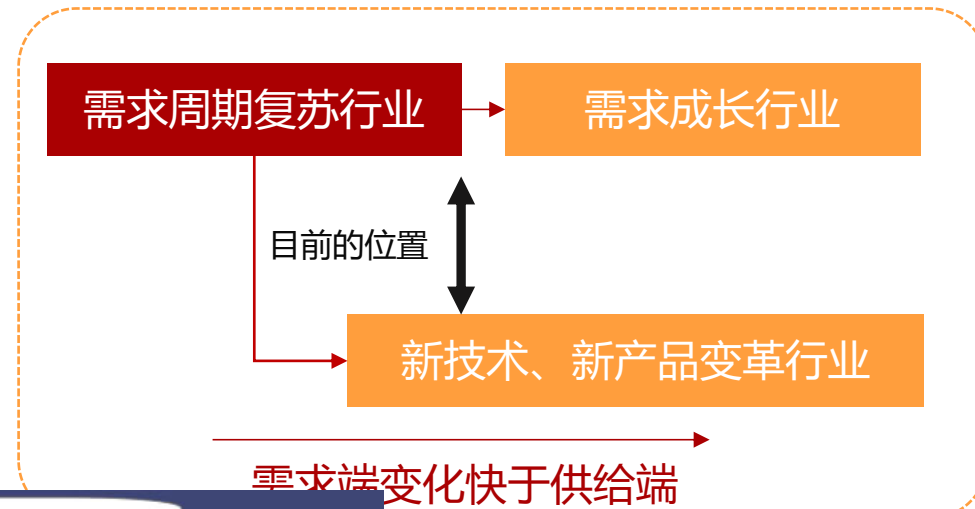
- 寻找**长期具备全球竞争力、中期复苏趋势确定性高、短期经营周期向上**的公司
- ✓ 标的推荐：**巨星科技、泉峰控股、宏华数科、绿田机械**



地区间投资线索



行业间投资线索



	市场规模/亿美元	增速	行业主逻辑	主要市场	库存情况	地产相关度	核心标的
工具							
手工具	241 (2022E)	6.4% (2019-2022)	地产复苏+渠道补库+扩SKU	北美36%、欧洲39%	最先完成去库	较高	巨星科技
电动工具	327 (2022E)	5.8% (2019-2023)	无绳渗透+地产复苏+渠道补库+扩SKU+DIY向PRO升级	北美40%、欧洲36%	基本完成去库	高	创科实业、泉峰控股、康平科技
园林工具	279 (2022E)	5.4% (2019-2024)	锂电渗透+渠道补库+商用扩展	北美55%、欧洲32%	大部分品类完成去库	低	泉峰控股、绿田机械
工程机械							
工程机械	1400 (2021)	5.6% (2020-2030E)	基建、采矿、地产等行业复苏，我国全球化抢占份额。	亚洲41%、欧洲26%、北美10.5% (我国出口口径)		部分品类高	三一重工、徐工机械、中联重科、柳工、安徽合力、杭叉集团、山推股份等
通用机械							
发电机组	416 (2023E)	7.6% (2023-2032E)	欧洲景气+东南亚渗透	美国20%，欧洲16%，中国23%			宗申动力、绿田机械
智能办公							
升降桌	55 (2022)	17.4% (2018-2022)	线下办公场景恢复+企业CAPEX提升	欧、美为主			捷昌驱动、乐歌股份
短交通							
摩托车	超过1000(2021)	持平微负 (2019-2021)	消费需求恢复+自有品牌提升份额	中国约20%、美国约5%			宗申动力、春风动力、钱江摩托
E-bike	118.36 (2025E)	10.4%(2019-2024E)	消费需求恢复+去库结束	欧洲为主	基本去库完成		八方股份
全地形车	100.5 (2023E)	9.1%(2020-2030E)	消费力恢复+产品矩阵完善+自有品牌提升份额	美国为主			春风动力、九号公司、涛涛车业
高尔夫球车	16.9 (2021)	6% (2021-2028E)	用户群体扩张+自有品牌提升份额	美国为主			涛涛车业、绿通科技
电动两轮车	国内6860万辆 (2025E)	9.8% (量口径, 2020-2025E)	东南亚普及取代油摩	中国为主			雅迪控股、爱玛科技、九号公司
纺服设备							
数码印花设备	316.7 (2024E)	8.8% (2024E-2029E)	数码印花渗透+产业链转移导致设备需求提升	亚太>80%			宏华数科

注：电动两轮车市场规模以量计算，括号内为时间口径
资料来源：华经研究院，工程机械品牌网，弗若斯特

- 1、**渠道补库速度可能低于预期：**零售商可能对未来需求判断审慎，或影响订单规模和下单速度，进而影响公司收入确认；
- 2、**贸易摩擦风险：**公司产品面临一定关税，若有调整会对公司经营造成影响；
- 3、**原材料价格波动风险：**上游原材料含有大宗商品，价格波动可能会对公司盈利造成影响；
- 4、**海外需求不及预期：**海外消费环境将对出口类企业经营产生较大影响，使得企业业绩或不及预期。

目录

C O N T E N T S

01

宏观视角：出口链当下位置？

出口总量 | 出口份额 | 二元定位框架

02

中观视角：如何进行行业比较

四条主线层层推进

03

微观视角：寻找长中短期的合力

标的推荐：巨星科技、泉峰控股、宏华数科、绿田机械

04

风险提示

01

宏观视角：出口 链处于什么位置

- 出口总量：复苏左侧，美强欧弱、新兴成长
- 出口份额：竞争力强，但贸易政策尚存
- 二元框架定位出口链位置
 - ✓ 地区维度
 - ✓ 产业维度

□ **总体情况：**海外经济景气度决定全球进口景气度，进而影响我国出口。目前全球整体偏弱，地区间差异大

◆ **从总量看，高利率压制需求：**静待降息周期带来整体复苏

✓ 需求端：联邦基金利率居于高位，压制全球需求

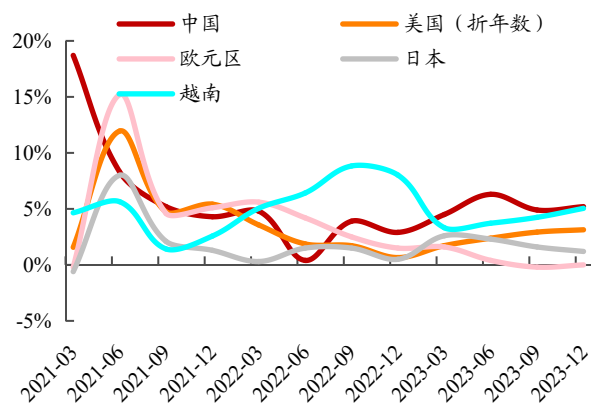
✓ 货币政策端：“通胀仍然过高，进一步进展仍不确定”（美联储主席鲍威尔2024/05/02），主要经济体央行政策空间存在掣肘，

◆ **分地区看，各经济体需求差异大：美强、欧弱、新兴成长**

✓ 发达国家：美国宏观指标强劲，而欧元区需求较疲软，呈现美强欧弱的现状

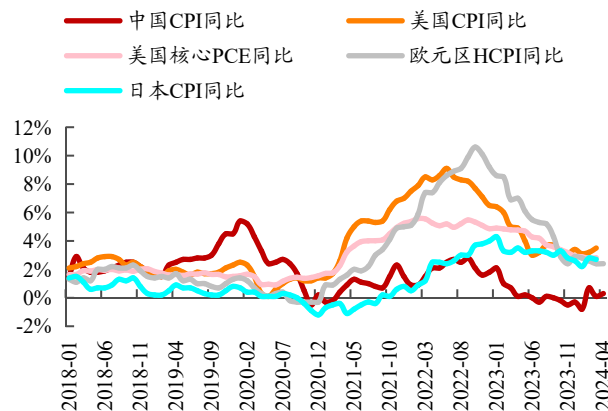
✓ 新兴市场国家：东南亚多为外向型经济，内需正处于城镇化和工业化进程中，外需受益于产业链转移和美国需求的韧性，处于成长期

图：全球需求整体偏弱，主要经济体经济GDP表现有所分化（单位：%）



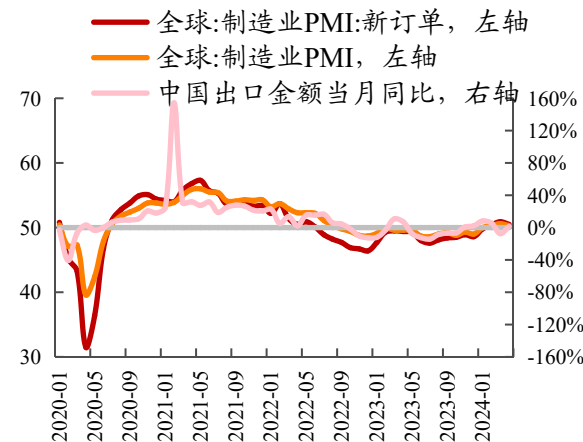
资料来源：国家统计局，美国经济分析局，欧盟统计局，日本内阁府，越南统计局，wind，浙商证券研究所

图：美国通胀有所回落，但仍未完全摆脱通胀路径（单位：%）



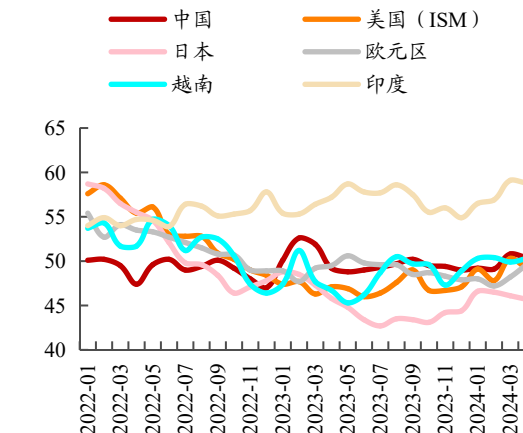
资料来源：国家统计局，美国经济分析局，欧盟统计局，日本内阁府，越南统计局，wind，浙商证券研究所

图：全球PMI与我国出口总额具有高相关性（单位：%）



资料来源：海关总署，wind，浙商证券研究所

图：自22年3月加息周期开始，发达国家经济制造业PMI（单位：%）持续低迷

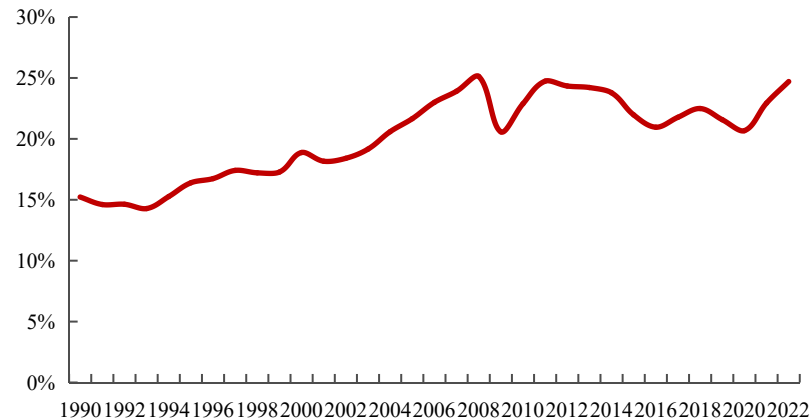


资料来源：国家统计局，美国经济分析局，欧盟统计局，日本内阁府，越南统计局，wind，浙商证券研究所

出口份额：我国出口份额总体稳中有进，出口结构向新兴市场国家偏移

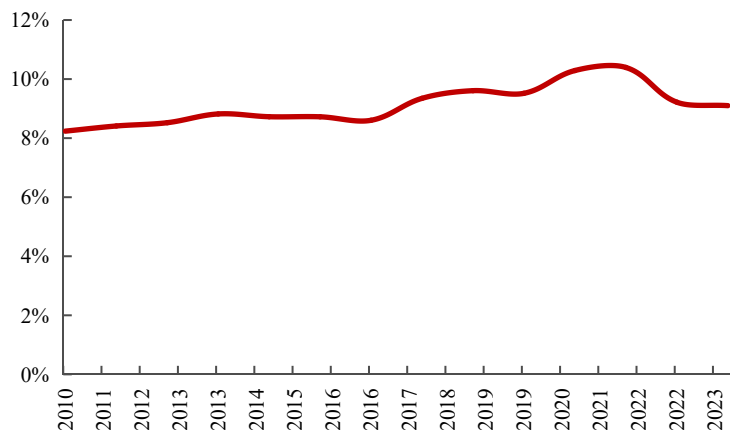
- **背景→逆全球化：**全球商品贸易总额在全球GDP中占比在2011年之后维持在20-25%区间内波动
- **我国出口份额与出口商品全球竞争力以及海外贸易政策相关。总体来看，我国出口的全球份额稳中有进，出口结构向新兴市场迁移，仍在全球具备强劲竞争力**
 - ✓ **发达国家→份额波动：**贸易政策和供应链扰动我国对欧美出口份额
 - ✓ **新兴市场→份额提升：**我国对东盟、南美等非发达国家出口国家份额持续提升

图：全球商品贸易总额全球GDP占比，过去十年维持在20-25%，存在逆全球化趋势（单位：%）

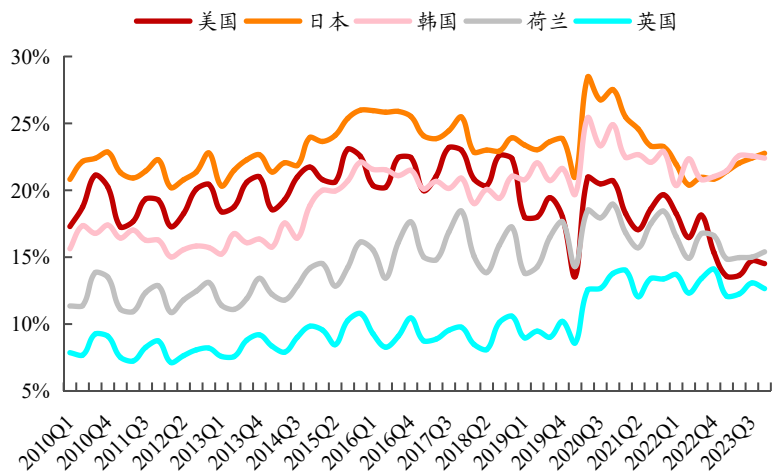


资料来源：联合国粮农组织，世界银行，浙商证券研究所

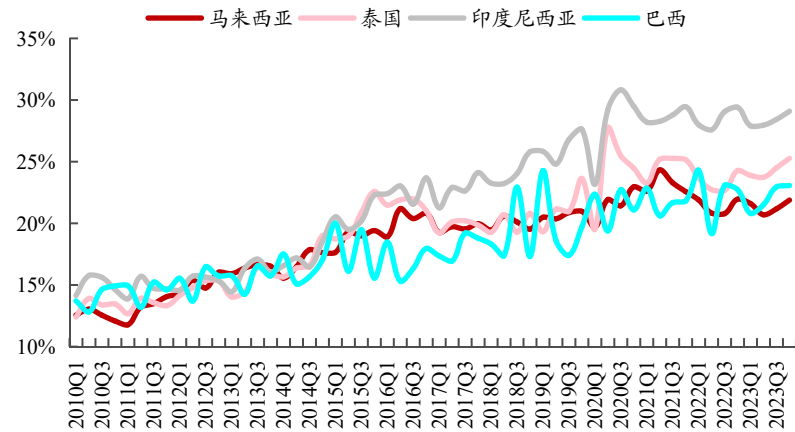
图：我国全球出口份额虽然随欧美贸易政策有所波动，但整体份额稳中有进（单位：%）



图：我国对发达国家出口份额波动（单位：%）



图：我国对新兴市场国家份额持续抬升（单位：%）



以美联储降息为主线，由近及远

地区维度

美国库存压力缓解行业

跟踪指标：各渠道库存
与销售情况的比较拐点：美联储及
各国货币政策目前
位置欧美利率敏感
行业跟踪指标：美国地产销售数据、
房贷利率、制造业CAPEX投资等拐点：欧美经济进入
复苏周期

欧美乃至全球需求复苏

跟踪指标：PMI、企业相
关Capex、订单等

工业品

必选消费

可选消费

新兴市场成长行业

跟踪指标：各国PMI、基建、制造业投资速度等，出口
目的地国经济景气度跟踪指标：储蓄、就业、时
薪等出现进一步积极变化

产业维度

需求端变化快于供给端

发达市场的工程机械、工具类等

需求周期复苏行业

目前
位置

新兴市场的工程机械、通用机械、电动摩托车等

需求成长行业

发达市场的无绳电动工具、锂电OPE、锂电高尔夫球车，新兴市场的数码印花设备等

新兴市场的工程机械、通用机械、电动摩托车等

地区维度：库存、降息、复苏，即美国去库结束&新兴市场成长行业→海外利率敏感行业→欧美整体复苏

□ 出口链地区间投资节奏变化

- ✓ 短期：整体库存压力缓解，基本进入被动去库周期，**渠道下单与动销匹配**具有高确定性；
- ✓ 中期：美联储难以长期维持高利率，未来进入降息周期后，货币政策释放需求弹性→**利率敏感行业**复苏以及**外向型的新兴市场国家的capex需求和消费需求**复苏。
- ✓ 长期：**发达国家耐用消费品和工业品**复苏，**新兴市场国家工业化和城镇化**持续进行。

□ 投资节奏：美国库存扰动解除（前期强劲主动去库品类）→欧美顺周期行业（地产及后周期，制造业投资周期）及新兴市场国家成长行业（我国卖水人行业和优势品类行业）→欧美整体需求复苏（工业品→必选消费→可选消费）

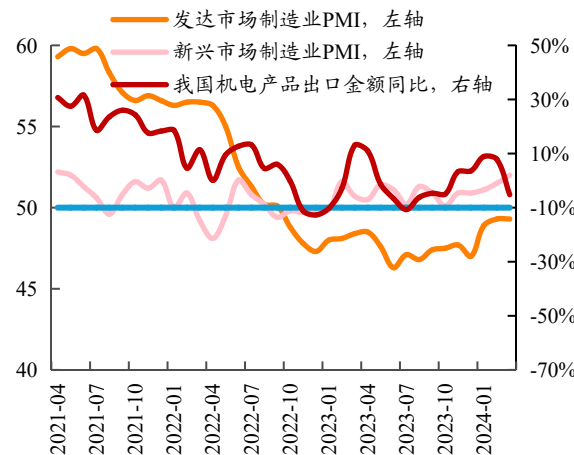
图：美国耐用品新订单相对库存有一定前瞻性，未来补库或有一定支撑



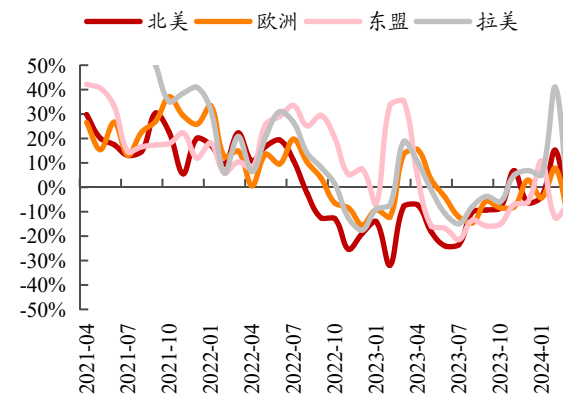
图：市场预期美联储2024年9月开始降息，预计年内降息2次

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%	96.5%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	24.6%	74.6%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	12.2%	48.6%	38.8%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.5%	25.0%	45.2%	25.2%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.1%	2.4%	14.9%	35.3%	35.0%	12.4%
2025/1/29	0.0%	0.0%	1.0%	7.7%	23.5%	35.1%	25.5%	7.2%
2025/3/19	0.0%	0.5%	4.3%	15.4%	29.2%	30.4%	16.6%	3.7%
2025/4/30	0.2%	1.9%	8.4%	20.5%	29.6%	25.3%	11.8%	2.3%

图：发达国家PMI普遍弱于发展中国家



图：我国分地区出口增速来看。近期大部分时间段新兴市场>美国>欧洲



资料来源：美国商务部普查局，wind，浙商证券研究所

资料来源：CME Group，浙商证券研究所
注：截取预测日期为2024/05/12

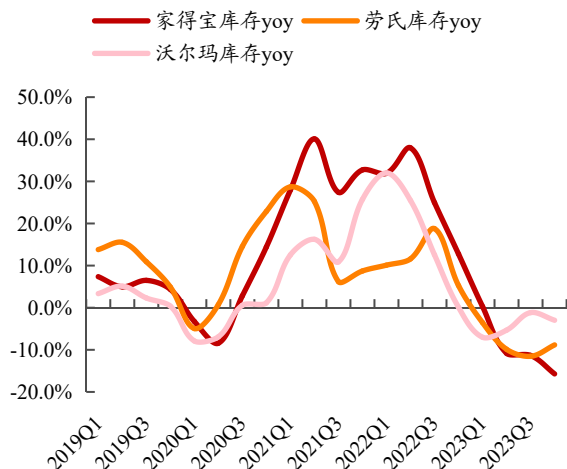
资料来源：Bloomberg，wind，浙商证券研究所

资料来源：wind，浙商证券研究所
注：>为“好于”

各个拐点的来临时点各异，目前我们认为**未来美国货币政策正常化**和**美国库存扰动消除**带动订单恢复确定性较高：

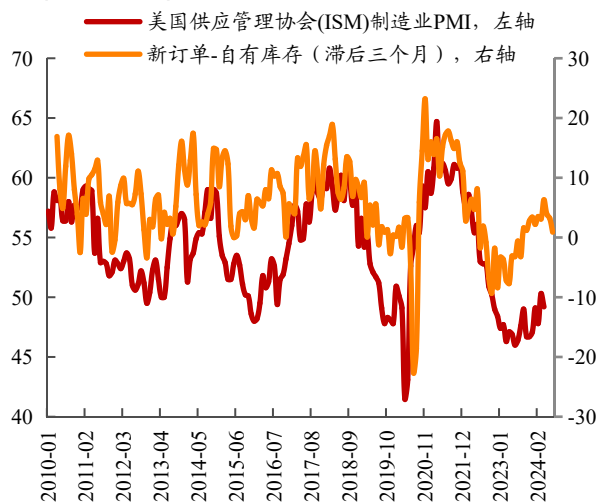
- ◆ **美国主动去库确定性进入尾声**：美国主动去库在工具品类上基本结束，三大核心渠道库存已于2023Q4优化。据公司公告，巨星科技Q1收入同比+29%，泉峰控股4月录得高双位数增长。
- ◆ **美国PMI或能延续恢复趋势**：PMI前瞻指标“新订单-自有库存”有扩张趋势。制造业及相关品类景气度或能延续。
- ◆ **以美国为首的发达国家消费力有不确定性**：美国私人部门时薪同比增幅逐月收窄，超额储蓄基本消耗完毕，密歇根大学消费者信心预期指数环比走弱，未来消费能力和意愿存在一定不确定性

图：北美三大核心渠道2023年经历激烈去库，目前已经进入去库尾声



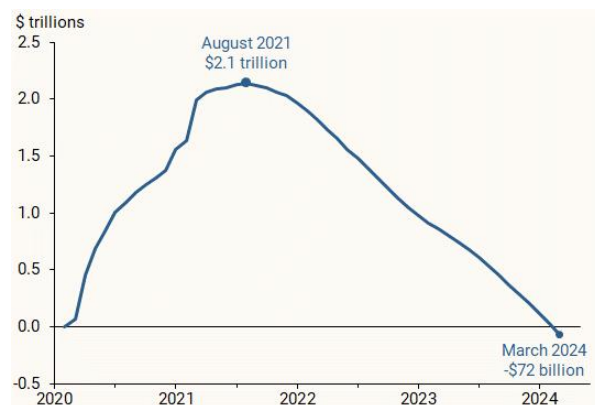
资料来源：各公司财报，wind，浙商证券研究所

图：PMI的前瞻指标新订单-自有库存有扩张趋势，未来短期美国PMI或能延续恢复趋势
(单位：%)



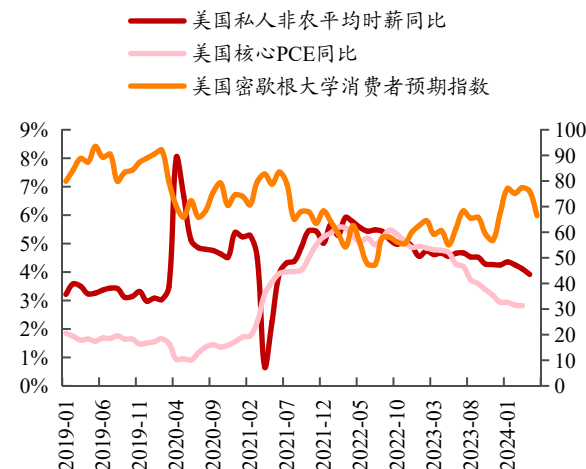
资料来源：wind，浙商证券研究所

图：旧金山联储银行推算2020年以来的超额储蓄已于2024年3月消耗完毕



资料来源：旧金山联储银行，浙商证券研究所

图：美国消费者信心预期有韧性但边际有所走弱



资料来源：美国劳工部，密歇根大学，美国经济分析局，浙商证券研究所

表：核心细分赛道区域分布比较，欧美需求占比高（工具类/智能办公/短交通（非摩托车）），新兴市场占比高（工程机械/通用机械/短交通（摩托车））

	北美	欧洲	新兴市场	轮动顺序
工具				工程机械（新兴市场成长+欧美利率敏感） ↓ 纺服设备、燃油摩托车（新兴市场成长） 手工工具 ↓ 电动工具（欧美利率敏感） ↓ 园林工具、高尔夫球车、全地形车（美国需求复苏） ↓ 通用机械、Ebike、升降桌（欧美需求全面复苏）
手工具	36%	39%	较低	
电动工具	40%	36%	较低	
园林工具	55%	32%	较低	
工程机械（我国出口口径）				
工程机械	11%	26%	41%（亚洲）	
通用机械				
发电机组	20%	16%	约40%（除中美欧外）	
智能办公				
升降桌	较高		较低	
短交通				
燃油摩托车	5%	较小	主要市场	
E-bike	较小	主要市场	较小	
全地形车	主要市场	较小	较小	
高尔夫球车	主要市场	较小	较小	
电动两轮车	较小	较小	油改电空间较大	
纺服设备				
纺服设备	较小	较小	>80%(亚太)	

资料来源：华经研究院，工程机械品牌网，弗若斯特

□ 出口链产业间投资节奏中，预计需求端变化快于供给，因此先从需求增量入手、再寻找供给端的产业变化机会

✓ 需求端：寻找需求有增量的赛道，增量短期来源于周期复苏和长期来源于成长新增。

- 需求处于周期复苏的赛道
- 需求处于成长扩容的赛道（一般表现为产品形态变化or技术升级变革）

✓ 供给端：寻找供给端酝酿变化，我国具备全球竞争力的公司

- 产品形态变化与技术变革赛道->借此跑出品牌的出海企业

□ 投资节奏：周期复苏赛道（发达市场的工程机械、工具类等）→需求成长赛道（新兴市场的工程机械、通用机械、电动摩托车等等）→产品形态变化与技术变革赛道（发达市场的无绳电动工具、锂电OPE、锂电高尔夫球车，新兴市场的数码印花设备等）

图：我国机械相关品类出口数据，2023年11月以来呈现向好趋势

月度同比	2024-3月累计	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01
工程机械	3%	-3%	8%	5%	1%	1%	-6%	-4%	-2%	-6%	11%	30%	65%	37%	18%	7%
机床	10%	-6%	30%	24%	18%	21%	12%	15%	0%	1%	17%	17%	36%	34%	4%	-6%
通用机械设备	13%	-11%	59%	14%	6%	3%	0%	0%	-1%	-11%	-2%	8%	21%	13%	-2%	-5%
手用或机用工具	1%	-13%	38%	10%	11%	0%	-4%	2%	-1%	-12%	-6%	-1%	33%	35%	-15%	-9%
割草机	6%	-20%	39%	9%	25%	3%	-1%	17%	36%	-36%	-18%	-13%	-26%	-20%	-26%	-17%
高尔夫球车	8%	9%	19%	1%	1%	-6%	10%	25%	-11%	-24%	-19%	-2%	-15%	2%	-21%	-21%
纺织机械及零件	-11%	-17%	-5%	4%	-6%	-13%	-20%	-21%	-28%	-34%	-28%	-6%	18%	4%	-3%	-21%
缝制机械及零件	-5%	-18%	24%	3%	-2%	-9%	-25%	-22%	-20%	-32%	-28%	-23%	-7%	-2%	-26%	-24%
摩托车及自行车的零配件	-10%	-29%	50%	-5%	-2%	-17%	-30%	-16%	-24%	-22%	-20%	-9%	24%	27%	-25%	-8%
电动摩托车及脚踏车	12%	-3%	81%	-1%	3%	-20%	-21%	-21%	-11%	-26%	-9%	-7%	9%	-5%	-42%	-14%

资料来源：海关总署，wind，浙商证券研究所

表：核心细分赛道产业自身成长性和周期性比较，当前具备相当成长性和周期位置较好的赛道有园林工具、工程机械和数码印花设备

	市场规模/亿美元	成长性	周期性	成长性驱动	是否有产品形态或技术变化
工具					
手工具	241 (2022E)	6.4% (2019-2022)	地产后周期、 库存周期	扩SKU	
电动工具	327 (2022E)	5.8% (2019-2023)	地产后周期、 库存周期	扩张SKU+无绳化+DIY升级为PRO	存在，但无绳化渗透率已经较高
园林工具	279 (2022E)	5.4% (2019-2024)	天气周期、库存周期	扩张SKU+锂电化+商用化+智能化	存在，锂电化正在进行
工程机械					
工程机械	1400 (2021)	5.6% (2022-2032E)	发达国家地产、基建、采矿等周期	新兴市场基建和地产成长	
通用机械					
发电机组	416 (2023E)	7.6% (2023-2032E)	商用与制造业投资周期相关，民用与天气等各种因素相关	新兴市场成长	
智能办公					
升降桌	55 (2022)	17.4% (2018-2022)	企业CAPEX	法律规定替换	存在
短交通					
燃油摩托车	>1000(2021)	持平微负 (2019-2021)	消费能力	新兴市场成长性仍强	
E-bike	118.36 (2025E)	10.4%(2019-2024E)	欧洲库存周期、消费能力	替代自行车	替代自行车
全地形车	100.5 (2023E)	9.1%(2020-2030E)	消费能力	UTV、SSV占比提高	UTV、SSV占比提高
高尔夫球车	16.9 (2021)	6% (2021-2028E)	消费能力	锂电化、场外化	锂电化、场外化
电动两轮车	国内6860万辆 (2025E)	9.8% (量口径, 2020-2025E)	油改电空间较大	东南亚油改电	电动两轮车替换燃油摩托车
纺服设备					
纺服设备	316.7 (2024E)	8.8%(2024E-2029E)	下游印染厂CAPEX	纺服行业向东南亚产能转移+升级为数码印花设备	数码印花

注：电动两轮车市场规模以量计算，括号内为时间口径
资料来源：华经研究院，工程机械品牌网，弗若斯特

02

中观视角：如何 进行行业比较

- 四条主线层层推进：
- ✓ 美国库存扰动缓解
 - ✓ 欧美利率敏感行业
 - ✓ 新兴市场持续成长
 - ✓ 新产品新技术渗透

□ 过去3年，北美经历了一波史无前例的渠道库存周期，目前库存水位正常化，主动去库阶段或已结束，工具类订单回暖在即

①强劲主动补库，2020年H1-2021年末，因海运运力短缺、供应链断裂、消费现金补助等因素，渠道管理层备货激进；

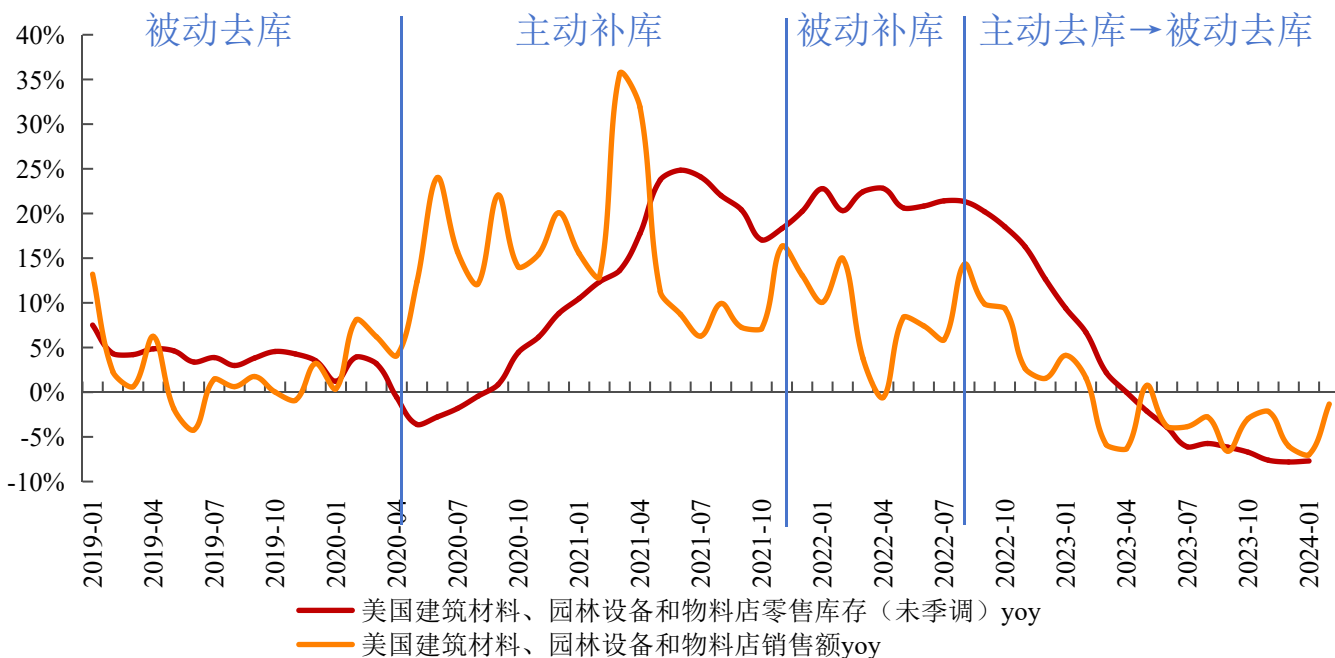
②被动补库，2021年末-2022年H1，劳氏、家得宝等北美主流渠道销售放缓、库存积压；

③强势主动去库，2022年H2起，需求承压，渠道主动减少冗余库存；

④当下已进入主动去库末期或被动去库阶段，2023年报北美核心渠道家得宝管理层就库存问题表述已变为：“feel very good”

✓ **工具核心渠道补库：**家得宝、劳氏、沃尔玛去库压力有所缓解，库存降幅已出现收敛趋势。库存节奏方面，我们认为，客单价较低行业大概率先完成去库，手工工具>电动工具>园林工具（>即“早于”）。

图：美国建材、园林设备及物料店库存已逐渐回归正常，进入主动去库末期或被动去库状态



表：美国市场库存位置对比

	库存位置	判断依据	轮动顺序
手工工具	预计主动去库完成	客单价较低	手工工具 ↓ 电动工具 ↓ 园林工具
电动工具	预计主动去库完成	客单价中等	
园林工具	预计去库速度稍慢 (手持和手推预计基本结束)	骑乘式客单价较高、销售季节性明显	

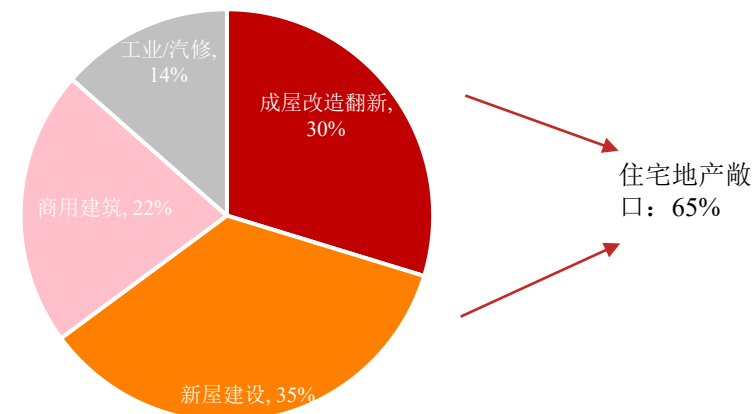
□ **电动工具与手工具同为美国地产后周期行业，未来进入降息周期将显著受益：**美国地产属于高度利率敏感行业，手工具和电动工具需求与地产销售景气度较为相关。目前联储降息方向确定但时点不确定，美国地产在高利率下企稳回升，复苏确定性较强，进而带动电动工具和手工具需求复苏

◆ **地产相关性：**电动工具>手工具>园林工具（>即“高于”）

◆ **居民杠杆率历史低位：**美国居民部门杠杆率处于历史低位，未来居民加杠杆能力充足

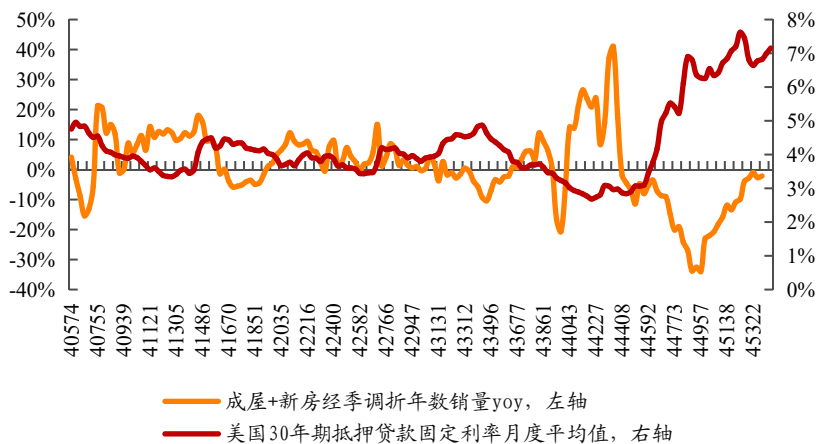
◆ **按揭贷款利率有所降低：**成屋销售与贷款利率高度负相关。观测到地产在高利率下企稳，短期企稳，中期复苏趋势确定

图：手工具和电动工具住宅相关敞口较大



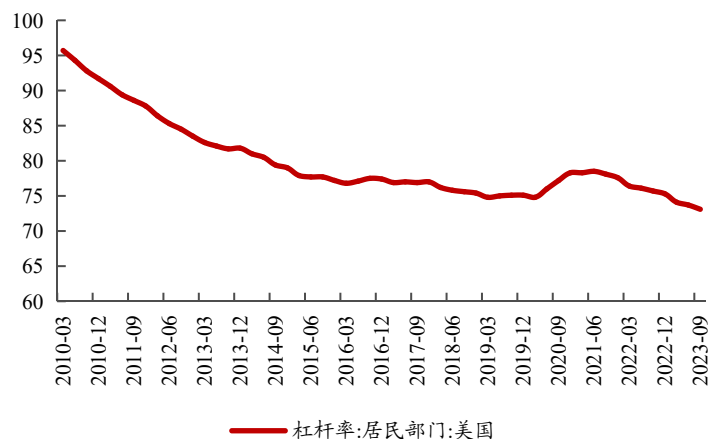
资料来源：根据史丹利百得Presentation测算，浙商证券研究所

图：美国地产销售与房贷利率高度负相关，但目前地产销售已经在高利率之下企稳（单位：%）



资料来源：房地美，全美地产经纪商协会，wind，浙商证券研究所

图：美国居民部门杠杆率处于历史低位，潜在需求庞大（单位：%）



图：美国工具类消费额开始企稳回升（单位：%）

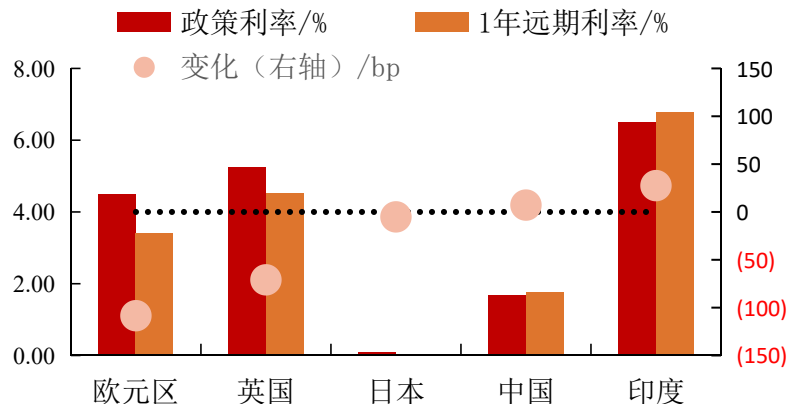


资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

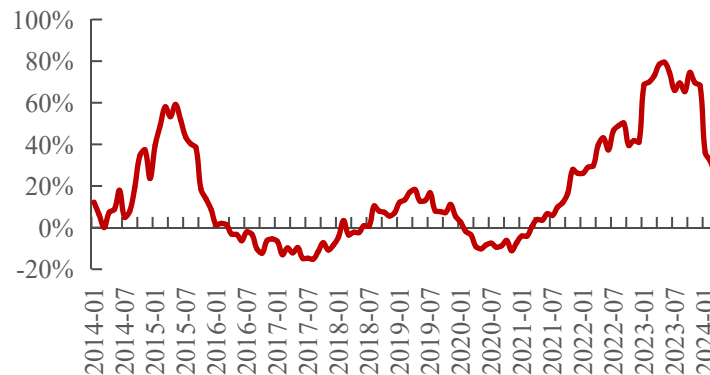
欧美利率敏感主线2：欧洲降息和地区间冲突提振通机需求； 降息释放流动性助推全球工程机械下游需求周期向上

- 通用机械：地区间摩擦使得对欧洲通机出口景气度提高
- ◆ 欧洲地区间冲突带来通机量价齐升：欧洲应急发电需求提高，通机需求旺盛。欧洲以中高端品牌为主流，我国对欧通机出口有望量价齐升
- 工程机械：全球部分发达国家央行进入降息周期或带动顺周期行业向上，工程机械下游行业有望迎来周期复苏
- ◆ 欧洲或提前美国开始降息：欧央行行长拉加德2024/4/19表示，“如果通胀标准得到满足，降低当前货币政策限制水平将是适当的”，目前欧洲经济疲软，但正在复苏，未来随降息周期来临，建筑业PMI有望抬头
- ◆ 美国制造业建造支出增速较高：积极财政政策和产业政策的支持下美国制造业支出增速较高，近期虽有下滑，但仍在高基数的基础上增速维持在25%以上增速。美国作为工程机械规模最大市场，工程机械需求有所支撑
- ◆ 优秀出海公司对标海外龙头成长空间广大：我国工程机械龙头对标巨头卡特彼勒市值和规模仍低，随全球竞争力逐渐加强，追赶空间较大

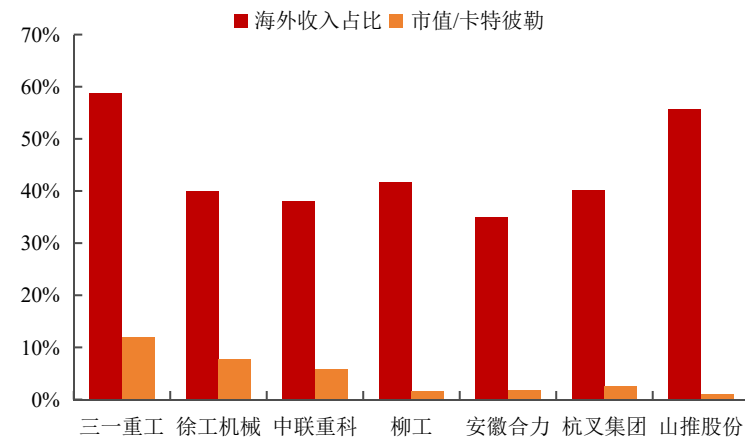
图：市场预期发达国家未来一年预期会有降息动作



图：美国制造业建造支出虽有下滑，但仍在高基数基础上保持在25%以上速度的高速增长



图：我国工程机械出口方兴未艾，市值规模相比卡特彼勒市
值成长空间较大，未来可期



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所
注：变化为右轴，其他系左轴

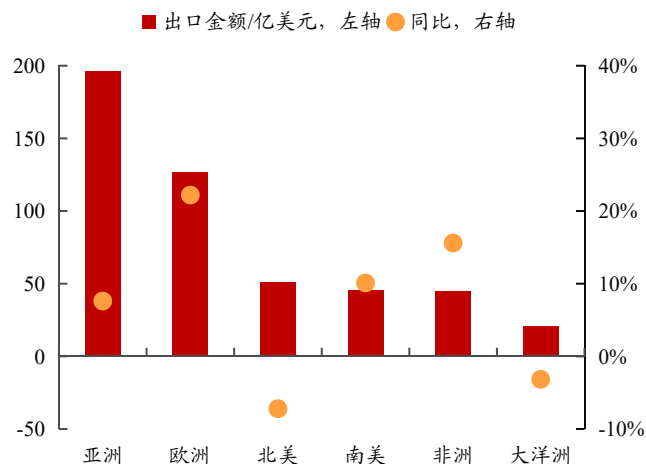
资料来源：wind、浙商证券研究所
点为2023年年报，市值日期为2024/05/09

□ 工程机械：万亿市场空间，各地区兼具看点，我国出口厂商具有持续抢占市占率的能力

图：我国工程机械出口市场各地区看点各异，空间广大



图：2023年我国工程机械出口分地区增速情况



资料来源：工程机械品牌网，浙商证券研究所

资料来源：浙商证券研究所自主绘制

更多免费行业报告

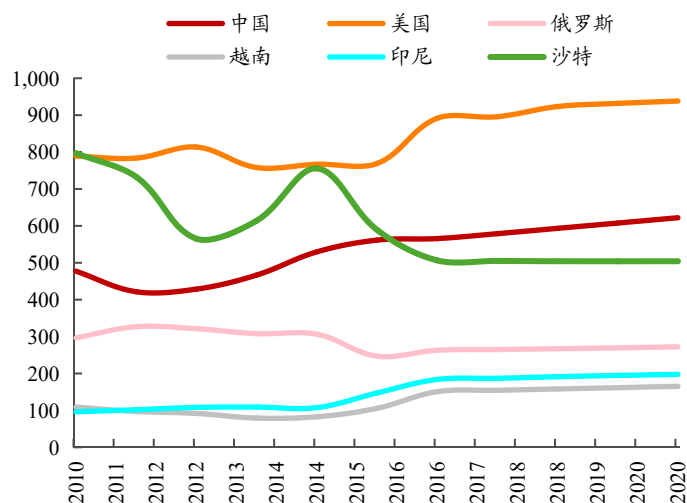
并购家

www.ipoipo.cn

□ **新兴市场成长行业：**内需开发空间大，外需受益于产业链转移。我国相关行业对其出口具有强大比较优势，大有可为。**高景气高空间的同时一定程度上能够同时隔离发达国家需求不振和贸易摩擦风险。**

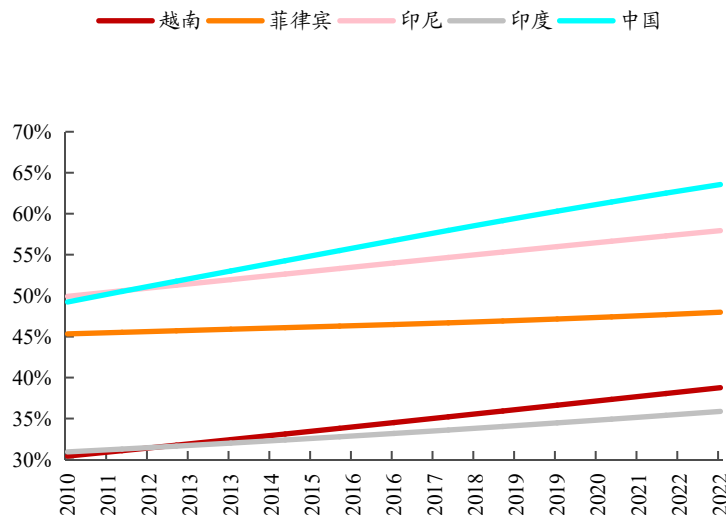
- ✓ 工程机械：东南亚人均基建水平和城镇化率较低，基建和地产开发需求潜力较大，持续产生工程机械需求
- ✓ 纺服设备：顺应纺服产业链向东南亚转移和小单快反趋势，当地产业链资本开支增大，需求成长具备持续性
- ✓ 通用机械：东盟快速工业化带动基建和电信行业增长
- ✓ 两轮车：①传统摩托车：2024Q1出口景气度恢复较快，据海关总署数据，2024Q1出口金额/量同比增长+17%/28%；②电动两轮车：油改电潜力庞大，东南亚地区存量油摩约3千万辆，两轮车龙头出海方兴未艾

图：新兴市场国家人均基建水平较低（单位：美元）



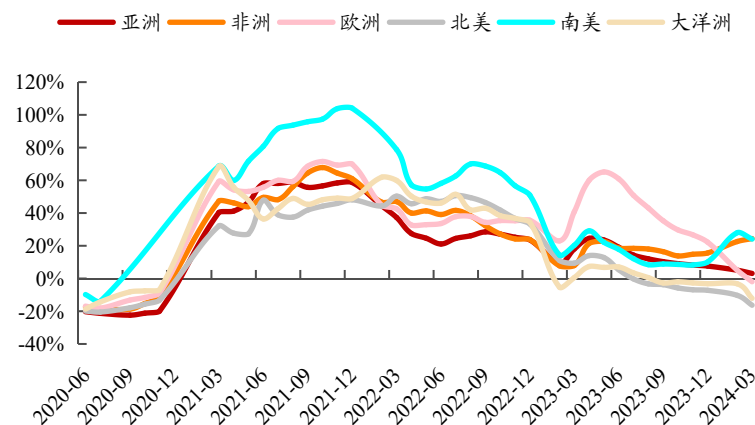
资料来源：世界银行，wind，浙商证券研究所

图：印太地区城镇化率普遍较低（单位：%）



资料来源：世界银行，wind，浙商证券研究所

图：我国对全球各个地区工程机械出口累计同比（单位：%）



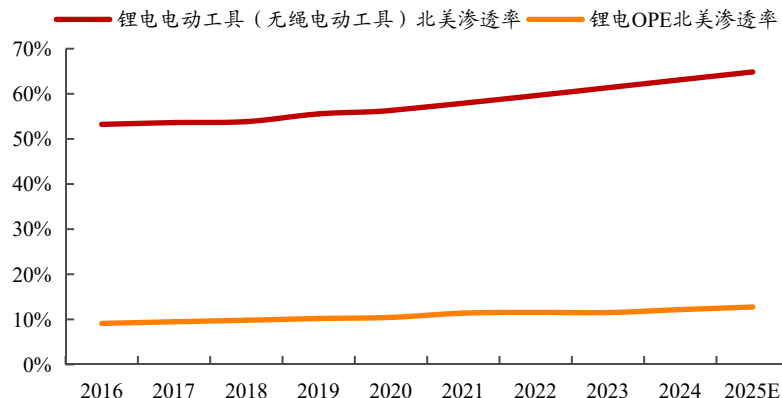
资料来源：浙商证券研究所

□ **技术升级下设备和产品形态改变，创造需求增量和竞争格局重构契机，无绳电动工具、锂电OPE和数码印花设备等赛道在渗透红利下，具备长期成长动能。**

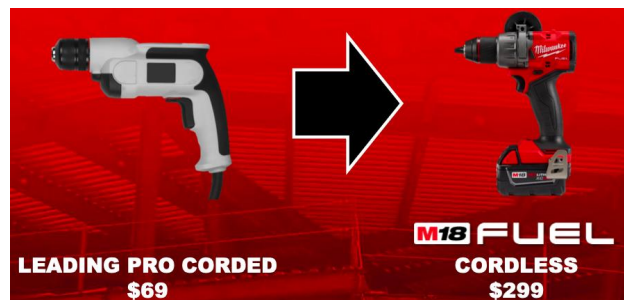
✓ **电动工具（PT）和园林工具（OPE）锂电化，带动量价齐升和格局洗牌：**

- **渗透驱动：**电动工具和园林工具的锂电化带来产品体验的大幅提升+欧美环保政策也在供给端助推
- **需求扩容：**预计2025年电动工具和OPE锂电化将达到65%/13%。叠加单价提升，电动工具/园林工具2025年市场空间将达386/324亿美元
- **格局洗牌：**从前被欧美巨头瓜分的成熟市场，走出了创科实业、泉峰控股等优秀出海公司，持续攫取份额。

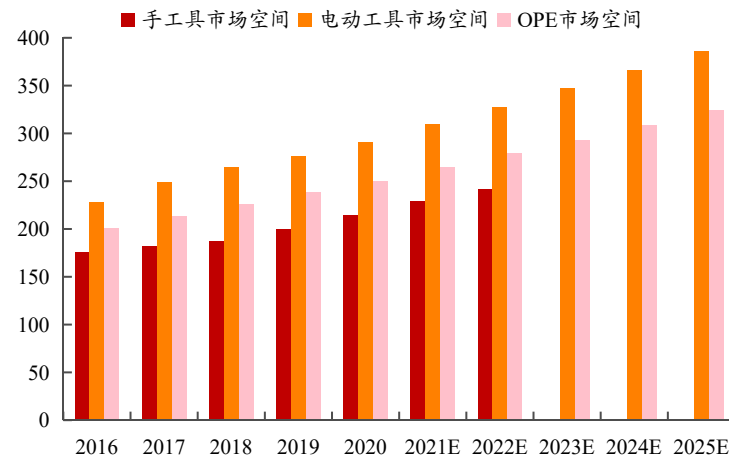
图：锂电电动工具（即无绳）和锂电OPE渗透率持续提升（单位：%）



图：无绳化电动工具带动单价提升非常明显



图：工具类全球市场空间（单位：亿美元）

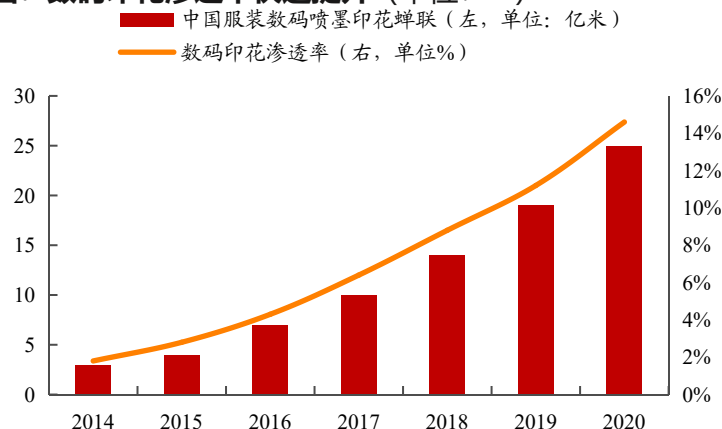


- ✓ **数码印花渗透率提升**：数码喷墨印花具有快速响应、色彩丰富、无起印量限制、环保节能等优点，能够很好满足客户需求变化。与传统印花方式对比，更能顺应目前服装行业小单快反趋势。随数码印花成本不断下降和终端消费景气复苏，制造企业设备不断更新，数码印花渗透率有望持续提升。

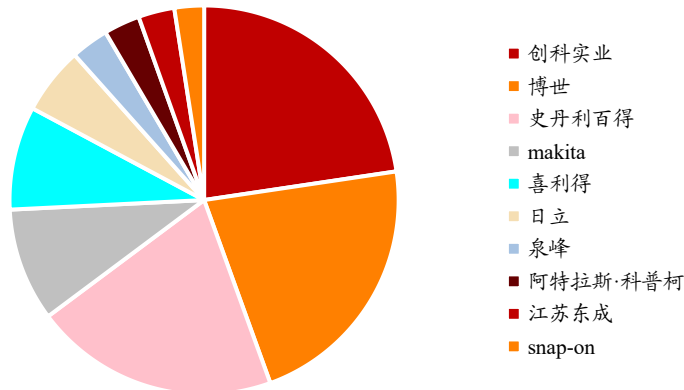
◆ **我们认为目前出口链中具有较强竞争力，持续抢夺份额的公司，应赋予一定溢价**

- ✓ 创科实业：第一大电动工具厂商。创科实业坐拥PRO级别电动工具第一品牌Milwaukee；DIY级别电动工具第一品牌Ryobi
- ✓ 泉峰控股：旗下EGO为北美锂电OPE龙头品牌，产品力领先行业
- ✓ 巨星科技：自有品牌矩阵逐渐完善，目前自主品牌占比接近50%
- ✓ 绿田机械：已推出欧洲市场上推出了中高端定位的高压清洗机自有品牌，在欧洲具有良好口碑
- ✓ 常润股份：旗下拥有Big Red、Yellow Jacket等强竞争力汽配汽配自有品牌

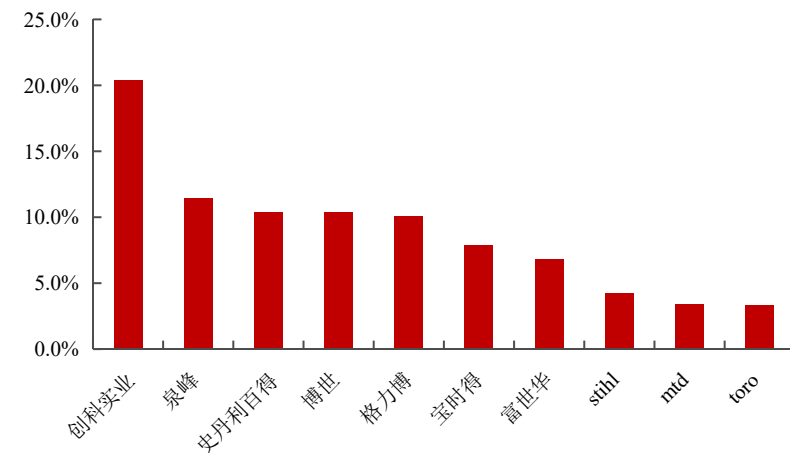
图：数码印花渗透率快速提升（单位：%）



图：电动工具2020年竞争格局，创科实业和泉峰控股名列前茅



图：2020年泉峰已成为锂电OPE市占率前二厂商



03

微观视角：寻找 长中短期的合力

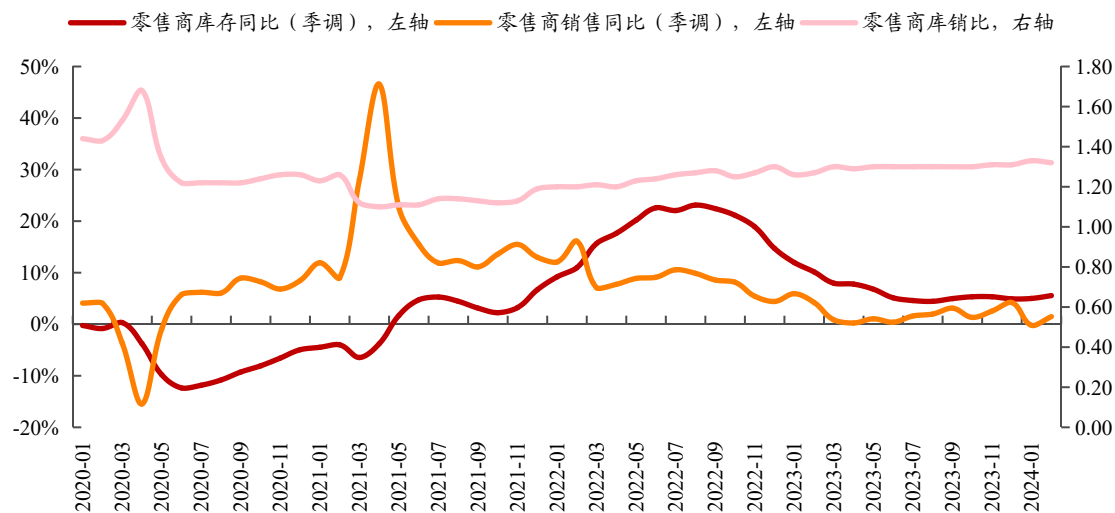
- **标的推荐：**
- 巨星科技
- 泉峰控股
- 宏华数科

□ 巨星科技：全球手工具龙头，短期经营拐点显现，长期竞争能力优秀

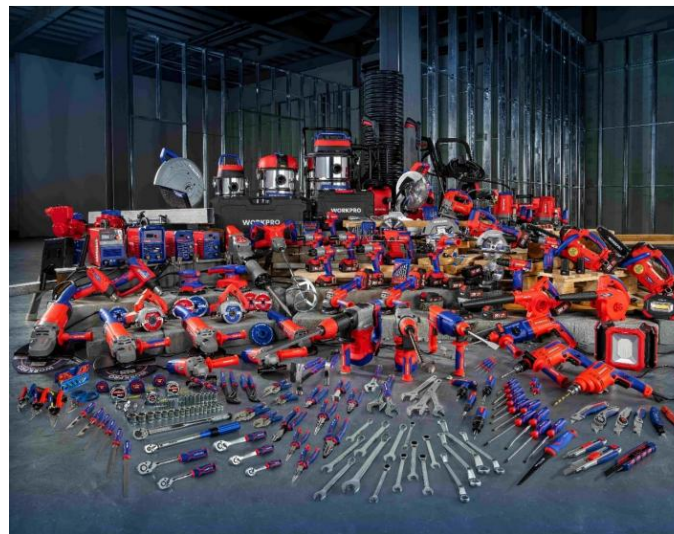
◆ 核心看点：

- ✓ 短期：核心商超渠道去库尾声，进入补库+工具类销售触底企稳，Q1收入增长+29%，确立行业拐点
- ✓ 中期：进入降息周期带动美国地产销售复苏进而带动手工具行业整体复苏+取得某美国大型零售业公司的20V电动工具订单，进入主流电动工具赛道
- ✓ 长期：代工转向自主品牌（自主品牌2023年收入占比已超50%）+立足于公司的流量分配能力不断扩展新领域
- ◆ 盈利预测：预计 2024-2026 年公司营收 132.72/167.73/216.38 亿元，同比增加21.43%/26.38%/29.00%，归母净利润 20.17/25.22/31.11亿元，同比增加19.26%/24.99%/23.35%，当前市值对应 PE 为16.33/13.07/10.59X。

图：美国零售商库存已经企稳



图：巨星自有品牌Workpro

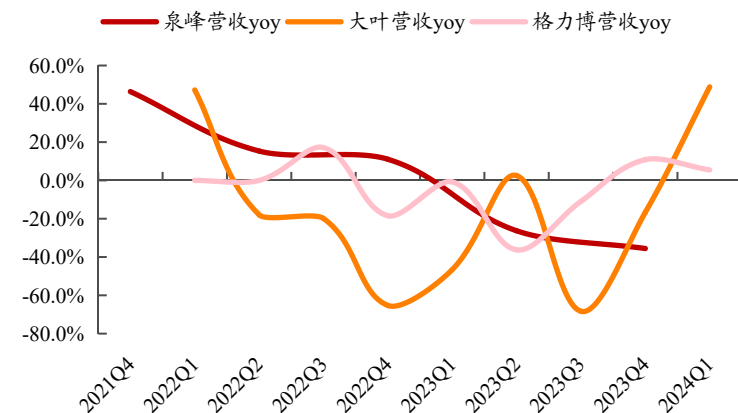


□ 泉峰控股：全球锂电OPE龙头，短期经营拐点显现，长期竞争能力优秀

◆ 核心看点：

- ✓ 短期：核心商超渠道去库尾声+工具类销售触底企稳+公司库存减值等不利因素影响或已出清，+1-4月销售已转正，4月单月销量同比高双位数，经营拐点出现
- ✓ 中期：极端天气对OPE需求扰动解除+未来降息带动电动工具销售弹性+销售恢复带动产能利用率提升，进而毛利率提升、费用率节降
- ✓ 长期：OPE锂电化持续渗透，EGO不断提升份额+依托电池平台扩SKU+全球化市场布局+进军商用OPE
- ◆ 盈利预测：预计公司2024-2026年实现营业收入16.14/18.99/22.36亿美元，同比增长-17.4%/17.7%/17.8%，实现归母净利润0.80/1.32/1.81亿美元，同比增长-65.3%/37.8%，当前市值对应PE为22.56/13.65/9.91X。

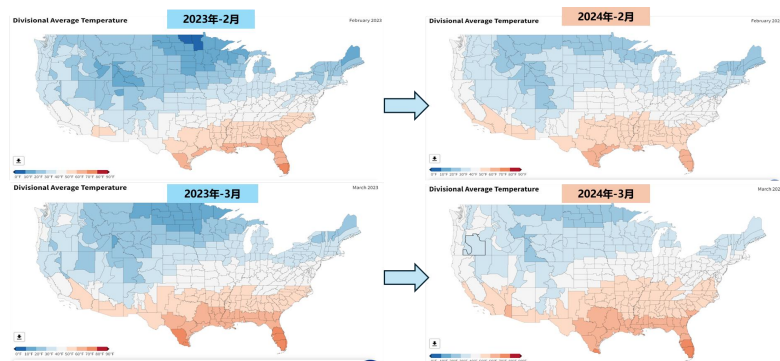
图：OPE上市公司在2023年经营普遍承压



资料来源：wind，浙商证券研究所

注：泉峰无季度数据，分别为21年收入、22H1收入、22H2收入、23H1收入、23H2收入、24H1收入等类推

图：去年北美极端天气影响今年已经逐渐消退



资料来源：NOAA，浙商证券研究所

图：EGO的56V平台2023年已成为北美市占率第一电池平台



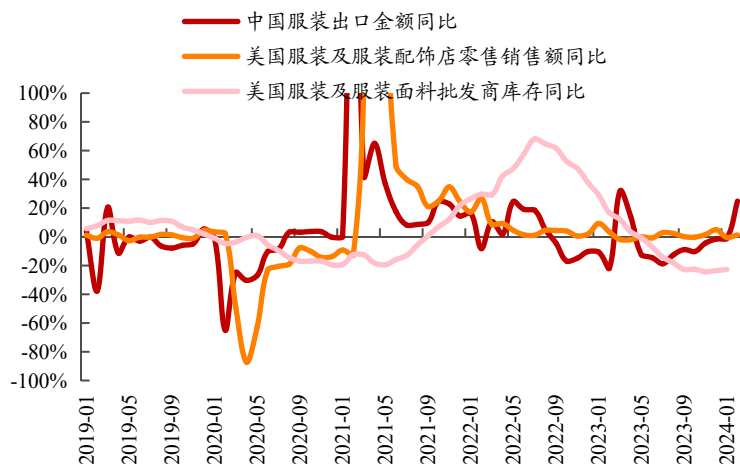
资料来源：公司2023年年报公开展示材料，浙商证券研究所

□ 宏华数科：数码印花设备龙头，受益于小单快反趋势的产业链转移卖水人

◆ 核心看点：

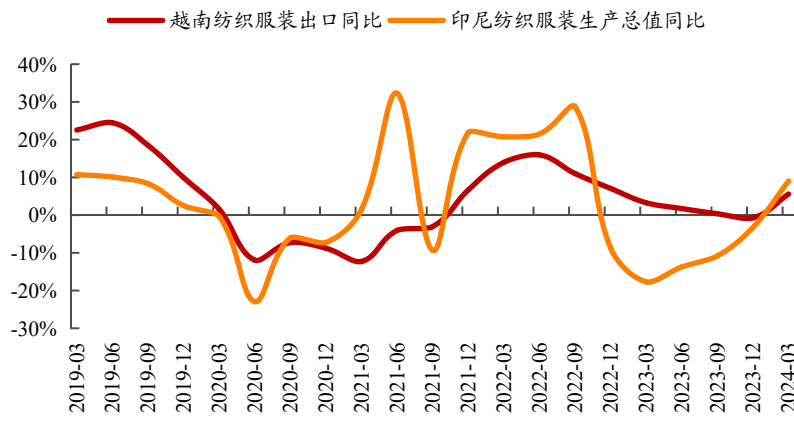
- ✓ 短期：海外纺织服装去库存周期见底，终端销售弱复苏，提振设备更新需求
- ✓ 中期：下游纺织服装业产业链转移趋势延续+“设备先行+耗材跟进”的经营模式持续推进
- ✓ 长期：下游纺织服装业出海小单快反趋势持续+数码印花渗透率提升
- ◆ 盈利预测：预计2024-2026年公司营业收入16.57/21.92/28.97亿元，同比增长31.70%/32.27%/32.19%，归母净利润4.28/5.58/7.25亿元，同增31.57%/30.33%/30.01%，当前市值对应PE分别为 33.24/25.51/19.62 X。

图：纺织服装行业库存见底，2024年出口金额开始逆转此前低迷开始上涨



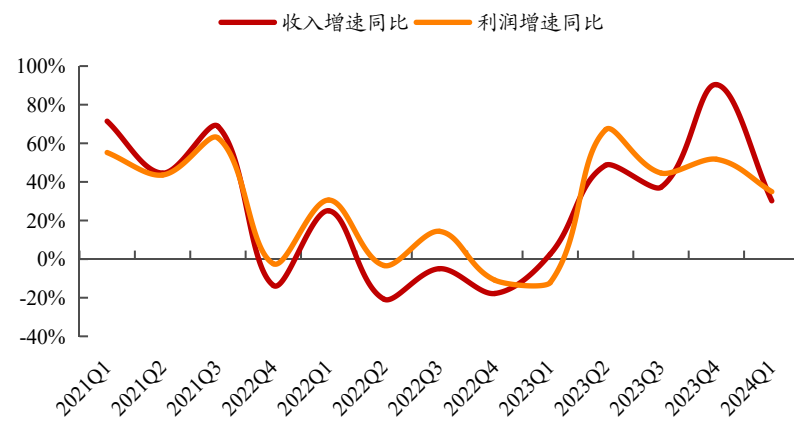
资料来源：美国商务部普查局，wind，浙商证券研究所

图：国内纺服产业链向东南亚转移趋势持续，印尼越南纺服业景气度受库存周期影响触底反弹



资料来源：印尼央行，越南海关，wind，浙商证券研究所

图：宏华数科2023年以来保持较高收入/利润增速



资料来源：wind，浙商证券研究所

04

风险提示

- 1、**渠道补库速度可能低于预期：**零售商可能对未来需求判断审慎，或影响订单规模和下单速度，进而影响公司收入确认；
- 2、**贸易摩擦风险：**公司产品面临一定关税，若有调整会对公司经营造成影响；
- 3、**原材料价格波动风险：**上游原材料含有大宗商品，价格波动可能会对公司盈利造成影响；
- 4、**海外需求不及预期：**海外消费环境将对出口类企业经营产生较大影响，使得企业业绩或不及预期。

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

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>