



2024年07月24日

超配

工具行业跟踪：下游库存改善，创新全球化运营助力成长

——机械设备行业深度报告

证券分析师

王敏君 S0630522040002

wmj@longone.com.cn

证券分析师

梁帅奇 S0630524070001

lsqi@longone.com.cn



相关研究

1.关注工具企业全球化进程——机械 设备 行业 周报（20240715-20240721）

2.重点品类内外销数据改善，关注工程机械升级、出海进程——机械 设备 行业周报（20240708-20240714）

3.6月挖机内销增速优于市场预期，工程机械景气度持续边际改善——机械 设备 行业简评

投资要点：

- **海外渠道商逐渐走出库存扰动期，有望带动工具行业订单修复。**过去几年，外部宏观因素对美国等重要市场工具产品零售造成扰动。2020年，因海运运力不足、供应链调整等情况，部分渠道商未及时跟进下游需求；2021年受滞后需求、策略转变等因素的影响，渠道备货较为激进。随后，在通胀背景下，消费者在购买时趋于谨慎，部分渠道商销售收入增速放缓、库存累积。2023年，由于美国卖场等渠道调整库存、减少进货，我国部分出口企业收入走弱。从2024年来看，随着美国渠道商等重要客户的库存回落至合理水平，将进入新一轮补库周期，从而拉动我国工具产品出口。
- **对中国企业来说，仍有机会从多方面构筑核心竞争力。**例如，从细分市场看，锂电工具的渗透率尚待提升，发展潜力可期。同时，持续品类扩张、提升自有品牌比例，有望切实地对收入、盈利产生积极影响，在报表端反映经营成果。此外，从长期考虑，全球化的供应链管理是大势所趋。
- **锂电等无绳类产品有望持续渗透。**全球电动工具及OPE行业已形成明确的变革趋势，即从有绳工具或燃油动力工具向无绳（锂电、直流电）转变。锂电等无绳工具具有携带方便易存放、环保等优点，随着电池技术的进步，也可实现优秀可靠的使用性能。据弗若斯特沙利文预测，无绳类电动工具市场有望自2020年的103亿美元增至2025年的164亿美元，CAGR为9.9%，显著高于有绳类增速；无绳（锂电）OPE市场规模有望由2020年的36亿美元增长至2025年的56亿美元，呈现9.0%的CAGR，增速高于OPE整体市场的5.3%。
- **完善自主品牌产品矩阵。**回顾头部工具企业的发展，多是早期借助供应链优势获得代工订单，之后通过收购实现扩张，由代工逐步向自主品牌转型，推动毛利率提升。工具行业SKU众多，覆盖消费级、专业级多领域，有效的品类扩充奠定增长空间。以巨星科技为例，经过前期外部收购和自建品牌的积淀，产品品类日渐丰富，2020-2023年间，公司自有品牌销售额逐年增长，自有品牌占整体收入比重由31%升至48%。2023年，公司自有品牌产品毛利率为31.06%，同比提升6.37pct。公司致力于抬升直达消费者业务的占比，跨境电商渠道的发展对自有品牌起到有效助力，网络宣传增强了品牌影响力；同时，也在完善经销、分销渠道，为自有品牌的全球化推广提供支持。
- **新时代背景下，全球化布局建立护城河。**伴随着贸易环境的不确定性、区域制造成本等因素的变化，对工具企业的供应链规划产生了更高要求。建设海外产能成为诸多企业的选择。以创科实业为例，制造基地由中国拓展至越南、墨西哥、美国；2023年推出系列手动工具新品，由美国威斯康星州工厂制造。巨星科技方面，海外产量占比逐渐接近国内产能，未来或呈上升趋势。格力博现已形成中国、越南、美国三地产能布局，目前越南基地出货超过总出货量的50%。从长期看，不仅限于产能建设，深入的全球化也涉及多文化人员团队的综合管理。多维度的国际化进程或将加剧行业的马太效应。
- **投资建议：**工具行业渠道库存有所去化，需求有望逐步企稳。企业端，品类扩张有望贡献增量，国际化建设驱动成长。关注创科实业、巨星科技、泉峰控股、格力博等。
- **风险提示：**市场需求不及预期风险、行业竞争加剧风险、原材料价格及海运费波动风险、汇率大幅波动风险、关税等贸易政策变化的风险。

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

正文目录

1. 行业概览：刚需品类，把握重要市场.....	4
2. 渠道商跟踪：库存去化.....	5
3. 工具企业跟踪：拐点显现.....	6
3.1. 创科实业	6
3.2. 巨星科技	6
3.3. 园林工具企业	7
3.3.1. 格力博：自有电商取得成效，关注下游改善、加强控费.....	8
3.3.2. 泉峰控股：旗舰品牌、客户订单均有复苏.....	8
4. 行业指标：仍需观察美国地产链数据拐点.....	9
5. 更加关注公司自身成长性	10
5.1. 顺应锂电化趋势	10
5.2. 自主品牌+品类扩张.....	12
5.2.1. 创科实业：旗舰自主品牌表现亮眼.....	12
5.2.2. 巨星科技：自有品牌占比提升，业务延伸取得成效.....	13
5.2.3. 泉峰控股：期待渠道合作效应显现，自主品牌持续发力.....	14
5.2.4. 园林工具新品类：以割草机器人为例，智能化产品有望孵化增长点.....	15
5.3. 全球化经营.....	16
6. 风险提示	19

图表目录

图 1 史丹利百得工具及户外产品收入区域分布（%）	4
图 2 2020 年全球电动工具前五大品牌份额约为 60.7%	4
图 3 2024 年一季度末，家得宝存货金额同比下降	5
图 4 2024 年一季度末，劳氏存货金额同比下降	6
图 5 2024 年一季度末，沃尔玛存货金额同比下降	6
图 6 2023 年创科实业存货金额有所下降	6
图 7 2023 年创科实业经营活动现金流流入增多	6
图 8 巨星科技在经历了 2022Q4 起的收入增速波动期后，2024Q1 收入同比+29.4%	7
图 9 2024Q1 巨星科技购买商品、接受劳务支付的现金增加	7
图 10 巨星科技 2024Q1 存货周转天数同比下降	7
图 11 格力博 2024Q1 扭亏为盈	7
图 12 大叶股份 2024Q1 扭亏为盈	7
图 13 美国零售库存销售比（季调：当月值）	9
图 14 2022 年后美国新房销售回升，成屋销售仍居低位	9
图 15 美国新建住房待售量、成屋销售库存量	9
图 16 全球动力工具市场规模及预测（十亿美元）	10
图 17 不同动力的 OPE 产品市场规模及预测（十亿美元）	10
图 18 自 2023 年初，碳酸锂价格回落；2024 年中，价格处于相对低位	12
图 19 MILWAUKEE 销售收入近年维持较好增长	13
图 20 MILWAUKEE 产品种类丰富多样	13
图 21 巨星科技自有品牌营收及占比近年呈上升趋势	14
图 22 美国家庭草坪多数为自主养护	16
图 23 2021 年家用割草机器人渗透率	16
图 24 创科实业全球生产基地分布	17
图 25 创科实业全球主要区域员工数量占比（%）	18
表 1 美国多地对燃油吹叶机的使用加以限制	11
表 2 从格力博前五大原材料供应商的变化可看出，国产锂电池电芯供应商逐步得到企业认可	11
表 3 创科实业重要的并购事件	12
表 4 巨星科技、泉峰控股历史上重要的并购事件	17
表 5 泉峰控股、格力博、巨星科技的部分海外生产基地	18

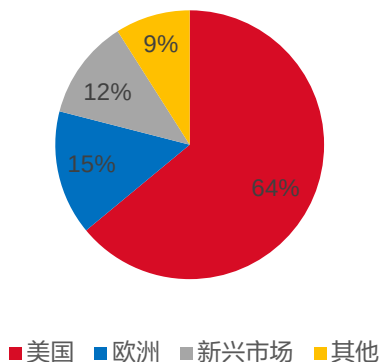
1. 行业概览：刚需品类，把握重要市场

工具市场整体需求稳步发展，受短期供求影响，库存周期呈现波动。广义的工具行业主要覆盖手工具、动力工具、OPE 户外动力设备等。据弗若斯特沙利文，2020 年，受供应链波动、线下渠道经营的影响，欧美等地工具制造及销售有所滞后。2021 年递延需求陆续释放，叠加消费者对家用专业工具重视度提升，当年全球工具市场规模同比增长 10.8%。小高峰后，欧美通胀在一段时期内对消费者行为造成影响，行业进入渠道库存调整期。但随着北美等区域地产及基建支出提升、制造业复苏，工具产品渠道库存有所去化。工具类产品具有一定刚需属性，因高频使用产生较为稳定的更新需求。据弗若斯特沙利文预计，全球工具市场规模将在 2027 年达到 1310 亿美元，与 2023 年相比 CAGR 为 4.7%。

北美区域为关键市场。从国际巨头史丹利百得 2023 财年收入分布看，其工具及户外用品收入多数来自美国。另据弗若斯特沙利文，从行业角度看，按 2020 年收入计算，北美、欧洲在全球电动工具市场中占比为 40.2%和 36.1%，亚太占比为 17.2%。从 OPE 市场收入区域分布看，北美、欧洲占比分别为 55.2%、31.6%，亚太占比仅为 10%。

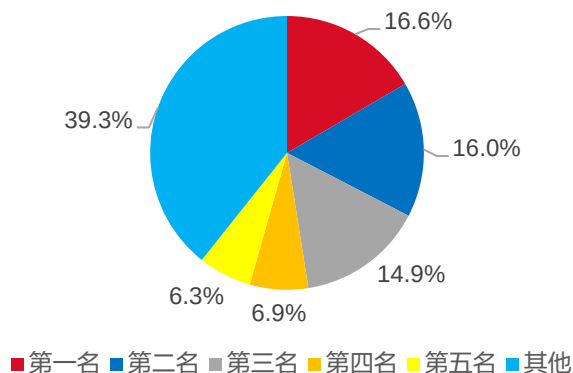
线下渠道为主，塑造集中化竞争格局。家居建材卖场、大众市场零售商等在下游渠道中话语权突出，工具厂商多与其建立密切合作。据 MarketWatch，在家用维修工具领域，家得宝和劳氏为全美最大的两家零售商，2021 年市场份额分别约为 17%和 12%。由于大型商超对产品验证、交付要求较高，因而新晋品牌突破渠道需要时间，已有工具品牌由此建立行业壁垒。按 2020 年行业及品牌规模测算，全球电动工具、电动 OPE 市场 CR5 分别约为 60.7%和 62.7%。从公司角度，亦可看到龙头工具企业与头部渠道的深度合作。以创科实业为例，其最大合作伙伴为家得宝。2023 年创科实业前五大客户收入比重为 53.6%，第一大客户贡献收入为 60.5 亿美元，占总收入比重为 44.0%。

图1 史丹利百得工具及户外产品收入区域分布（%）



资料来源：2023 财年史丹利百得投资者关系材料，东海证券研究所

图2 2020 年全球电动工具前五大品牌份额约为 60.7%



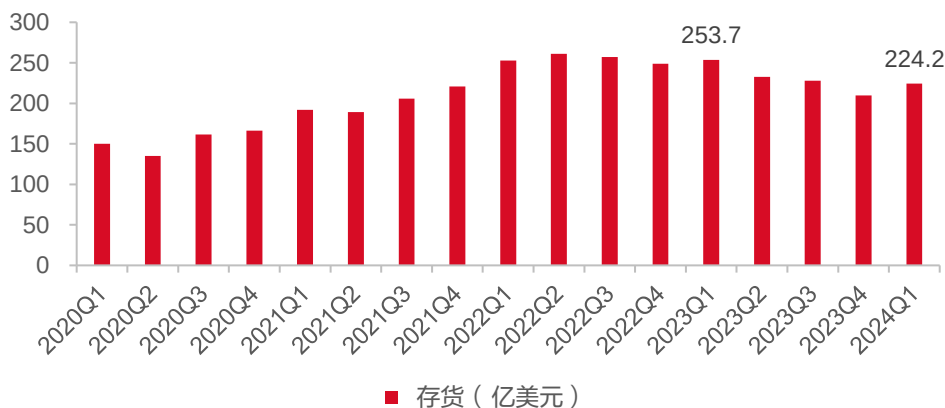
资料来源：弗若斯特沙利文，东海证券研究所

电商渠道增长潜力可期。据弗若斯特沙利文预计，电商渠道电动工具销售将以 15.1%的复合年均增速从 2020 年的 30 亿美元增至 2025 年的 60 亿美元，电商渠道 OPE 销售将以 10.2%的复合年均增速从 2020 年的 24 亿美元增至 2025 年的 39 亿美元。电商渠道便于直接获得消费者反馈，在较短时间内实现运营突破，是品牌推新、观察市场的有效途径。

2. 渠道商跟踪：库存去化

从以家得宝等为代表的头部渠道来看，库存情况环比改善。待未来库存回落至合理水平，有望进入新一轮补库周期，从而拉动我国工具品类出口。由于家得宝之前年度销售的超预期增长对需求有所透支（2020-2022 财年收入分别同比增长 20%、14%、4%），2023 财年初，库存累积的问题已有显现，公司全年致力于改善库存。在 2024 财年一季度末，公司存货为 224.2 亿美元，同比下降近 30 亿美元；库存周转率为 4.5 次，较去年同期 3.9 次有所提升。据家得宝 2024 财年一季报，由于受到极端天气导致春季开工延迟的影响，且客户因宏观环境对大额支出趋于谨慎，公司收入同比下降 2.3%。但公司对门店管理、产品分类等团队经营情况表示满意，认为其品牌份额仍有提升。在天气良好的地区，客户参与度符合预期；季度末两场较大的春季促销取得成效，坐骑式割草机、户外动力设备等销售表现较强。在选品方面，公司重视锂电化趋势，将其视为构建客户粘性的关键之一，与多个品牌取得独家合作，构建丰富的锂电产品系列。财务展望方面，公司于一季度交流会重申 2024 财年（这一财年共 53 周）指引，即收入同比提升约 1%（包含第 53 周收入），毛利率同比提升约 0.5pct 至 33.9%，摊薄每股收益同比增长约 1%。

图3 2024 年一季度末，家得宝存货金额同比下降

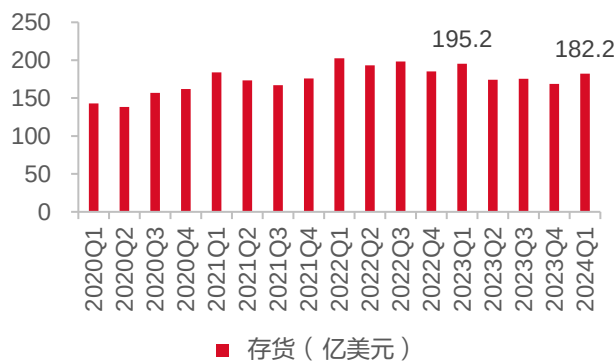


资料来源：同花顺，公司公告，东海证券研究所

劳氏线上销售同比增长，存货金额同比下降。2024Q1，由于消费者整体对大额 DIY 产品的购买决策更为保守，公司销售额为 214 亿美元，同比下降约 4%。但公司在线销售额同比增长约 1%，转化率持续提高，同时为客户提供了可当天送达的更多选项。此外，春季销售好于预期。得益于数据驱动的季节性营销，以及 Toro 等品牌的加持，公司在户外动力设备领域占据关键份额，尤其在小型的草坪和花园工具品类中表现突出。2024 年一季度末，公司库存为 182.2 亿美元，同比减少 13 亿美元，库存管理成效显现。展望后续，公司预计 Q2 的可比销售与 Q1 大致持平，但考虑到去年同期的基数，期待下半年的可比销售增速或将有所改善。

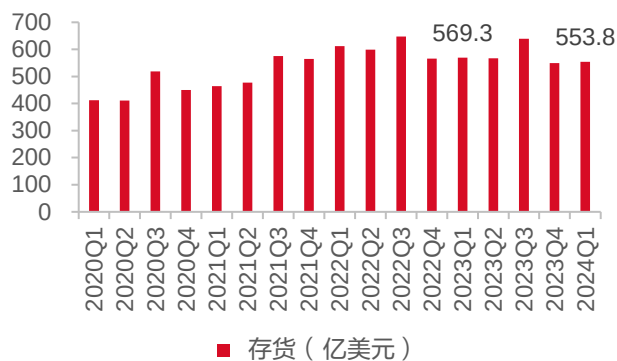
沃尔玛新财年一季报收入同比增长 6%，库存有所下降。其中，沃尔玛美国区域一季度销售额同比增长 4.6%，线上业务同比增长 22%，产品受到高收入家庭的认可，推动份额提升。一季度末，公司整体库存为 553.8 亿美元，同比下降 15.5 亿美元。展望二季度，公司预计销售额有望同比增长 3.5%-4.5%，营业利润有望同比增长 3.0%-4.5%，增速均高于此前对新财年全年的指引增速（销售额同比增长 3.0%-4.0%，营业利润同比增长 4.0%-6.0%）。

图4 2024 年一季度末，劳氏存货金额同比下降



资料来源：同花顺，公司公告，东海证券研究所

图5 2024 年一季度末，沃尔玛存货金额同比下降



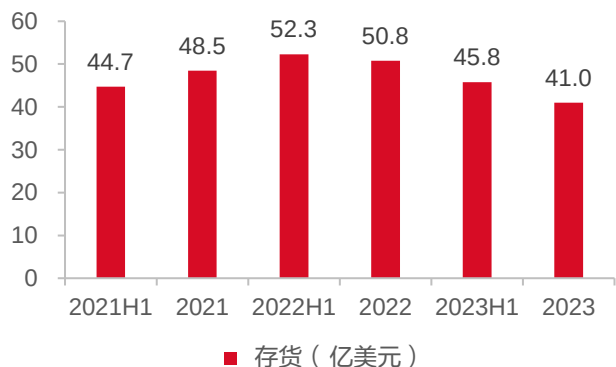
资料来源：同花顺，公司公告，东海证券研究所

3. 工具企业跟踪：拐点显现

3.1. 创科实业

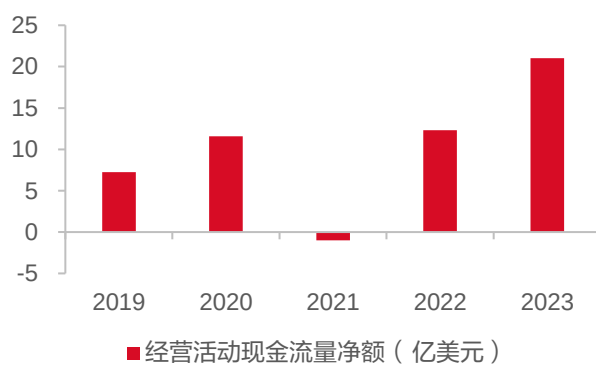
创科实业收入增速修复，存货去化。公司 2023 年实现收入 137.3 亿美元，同比增长 3.6%。其中，半年度收入增速转正向好，上半年收入同比下降 2.2%，下半年收入同比增长 10.2%。分区域看，北美、欧洲、其他地区（澳洲、拉丁美洲、亚洲）收入均实现增长，北美为主要收入来源。公司两大主要业务，电动工具业务、地板护理及清洁业务收入均同比正增长。毛利率由上年同期的 39.3% 提升至 39.5%，主要得益于旗舰品牌 MILWAUKEE 表现突出，售后电池销售增加，新品升级带动产品结构改善，由于费用投入加大等因素，公司 2023 年实现股东应占溢利 9.8 亿美元，同比下降 9.4%。但公司存货金额同比、环比皆下降，经营活动现金流流入明显增加。

图6 2023 年创科实业存货金额有所下降



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图7 2023 年创科实业经营活动现金流流入增多

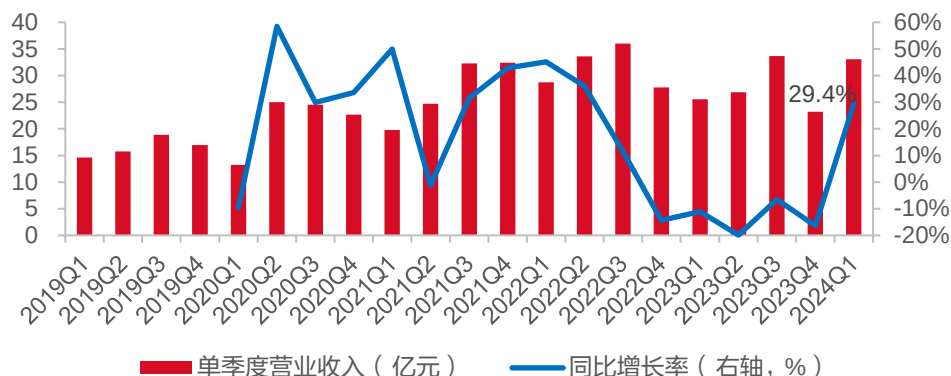


资料来源：同花顺，东海证券研究所

3.2. 巨星科技

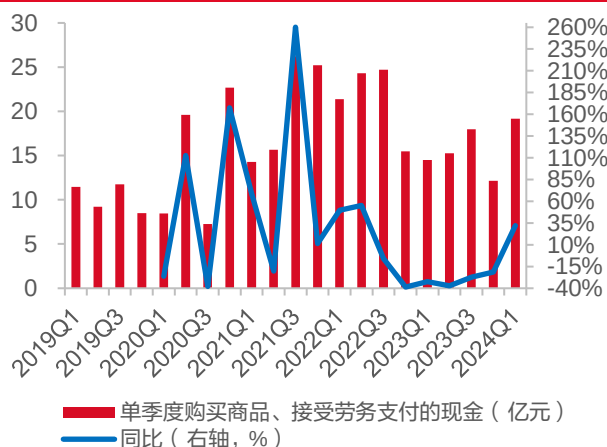
巨星科技在经历了 2022Q4 起的收入增速波动期后，2024 年回归增长轨道。巨星科技 2024Q1 收入同比增长 29.4%。由于下游需求回升，公司增强了生产计划和采购，一季报中，购买商品、接受劳务支付的现金同比增长 32.1%。同时，公司 2024Q1 存货周转天数同比下降。2024Q2 公司延续向好趋势。据半年度业绩预告，受益于下游订单修复、新品推动份额提升、东南亚工厂投产等因素，初步测算，公司 2024 年上半年归母净利润同比增长 25%-35%。

图8 巨星科技在经历了 2022Q4 起的收入增速波动期后，2024Q1 收入同比+29.4%



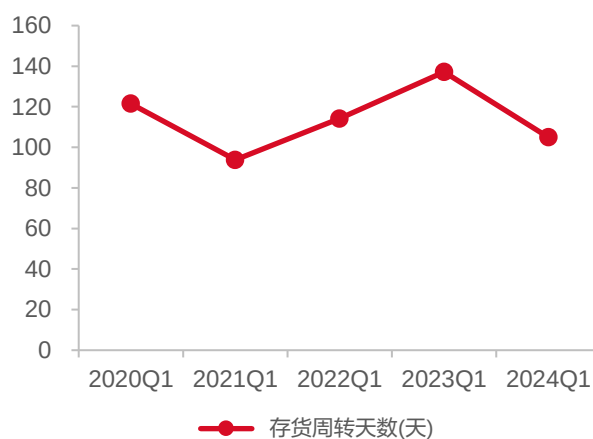
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图9 2024Q1 巨星科技购买商品、接受劳务支付的现金增加



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图10 巨星科技 2024Q1 存货周转天数同比下降



资料来源：同花顺，东海证券研究所

3.3.园林工具企业

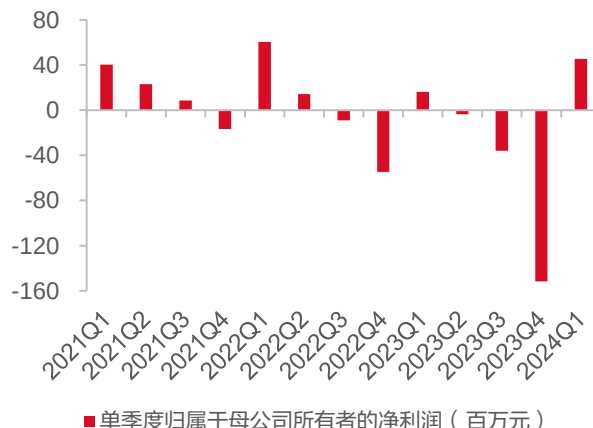
园林工具企业中，格力博、大叶股份2024Q1亦有感受到客户端的需求改善，收入实现同比增长；同时，公司在费用控制后，实现扭亏为盈。

图11 格力博 2024Q1 扭亏为盈



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图12 大叶股份 2024Q1 扭亏为盈



资料来源：同花顺，东海证券研究所

3.3.1. 格力博：自有电商取得成效，关注下游改善、加强控费

2023 年自有、客户品牌表现分化。由于前期和 Lowe's 的合作有所波动，格力博近年着力发展自主品牌 greenworks，致力于在长期发展中掌握更多主动权。据 2023 年年报，格力博自有品牌、客户品牌营业收入分别为 36 亿元、10 亿元，分别同比增长 5%、下降 44%。自主品牌方面，对线上、线下渠道均有覆盖，代表客户为 Amazon、Costco、TSC、Walmart 等。此类渠道商主要通过自身供应链系统向工具企业下达订单，审核严格。因此，工具企业能够进入供应链体系，意味着产品实力得到认可。客户品牌方面，主要包含商超品牌和 ODM 业务（ODM 业务在客户品牌中占比约 90%），代表客户为 STIHL、Toro 等。

B2C 电商渠道驱动自有品牌成长。从自主品牌的细分渠道看，2023 年格力博 Amazon 渠道收入同比减少，自主品牌整体的成长源于新渠道的大力营销。公司在北美等地的电商渠道建设取得成效，2023 年来自 greenworks 线上平台的收入为 3.23 亿元，同比增加 53.82%，用户保有量亦有提升。此外，Walmart、Costco 等渠道收入也呈现增长。从 2024 年看，Amazon 库存已回落至合理水平，后续订单有望明显回升，格力博预计增速将达到约 80%。

财务层面，2023 年毛利承压，费用增长拖累业绩。2023 年园林工具行业主旋律为去库存，其中促销活动导致扣款增加，对毛利率造成影响。另外，格力博 2022 年积累了部分原材料及运费成本较高的库存，在 2023 年时才实现销售，这部分存货的销售结转，亦导致 2023 年毛利率呈现同比下降。叠加收入下滑，2023 年公司毛利同比下滑 21.75%。销售费用方面，由于 2023 年是商用新系列上市首年，团队扩充、广告投放、售后质保等方面投入较大；同时，国外、国内渠道拓展仍在推进。管理费用上涨主要系工资薪酬增加。研发费用同比增长 4.24%，商用产品、第三代智能割草机等为公司重点研发方向。财务费用方面，公司汇兑收益同比大幅减少。综合来看，2023 年格力博业绩大幅波动，呈现大额亏损。

2024 年上半年，公司盈利明显改善。2024Q1，随着下游客户采购意愿增强，格力博收入重回增长区间，扭亏为盈。2024Q1 公司销售毛利率、期间费用率分别为 30.29%、21.93%，介于 2023Q1 和 2022Q1 之间；与 2023 年全年相比，销售毛利率提升，费用控制加强。2024Q1 公司销售净利率为 7.94%，同比提升 2.30pct。综合 2024 年上半年看，据已披露业绩预告，初步测算公司收入有望同比增长 16.25%-20.12%，实现归母净利润 1.15 亿元-1.35 亿元。截至 2024 年 6 月底，公司在手订单约 7 亿元，同比增长超 100%，有望对后续经营形成有力支持。

3.3.2. 泉峰控股：旗舰品牌、客户订单均有复苏

2023 年收入、毛利率承压，仍处于费用投入期。泉峰控股 2023 年收入同比下降 30.9% 至 13.7 亿美元，毛利率由 30.4% 下降至 28.1%，主要系存货减值拨备等因素。费用方面，销售及分销开支、行政及其他经营开支、研发成本分别同比增长 14.0%、7.8%、7.5%。公司 2023 年净亏损率为 2.7%，而 2020/2021/2022 年股东应占溢利/收入比率分别为 3.7%、8.2%、7.0%。

2024 年公司收入增长向好。从上下游角度看，如前文所述，渠道商 Lowe's 库存改善，与其紧密合作的泉峰控股亦有所受益。从企业自身业务构成看，泉峰控股自主品牌 EGO 北美表现亮眼，客户订单亦呈现复苏态势。

2024 年盈利改善可期，长期盈利提升还有赖于自主品牌。得益于产能释放、效率提升、费用控制等因素，泉峰控股利润表现逐渐明朗。此外，作为一家外销为主的电动工具及 OPE 企业，公司毛利率今年亦受到锂电池等原材料成本、汇率等因素的正面影响。据半年度业绩预告，公司初步测算，上半年纯利同比增速区间约为 22%-33%，现金流量趋势向好；公司对全年收入、盈利抱有乐观预期。长期看，保障毛利率水平，还需夯实产品与品牌实力，加

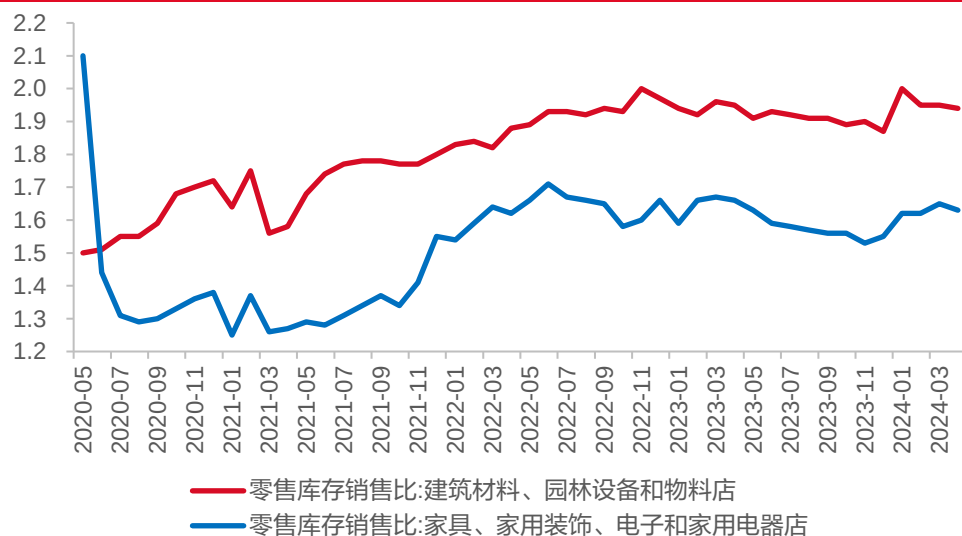
强成本管理。泉峰控股近年业务结构持续优化，OBM 业务占比由 2020 年的 51.7%提升至 2023 年的 73.2%。

4.行业指标：仍需观察美国地产链数据拐点

从库销比看，美国商品零售过去几年因宏观因素受到扰动。2020 年，因海运运力不足、供应链调整等情况，部分渠道商未及时跟进下游需求；2021 年受滞后需求、策略转变等因素的影响，渠道备货较为激进，零售库存销售比明显上行。随后，在通胀背景下，消费者在购买时趋于谨慎，部分渠道商销售收入增速放缓、库存累积。2023 年，由于美国卖场渠道调整库存、减少进货，我国部分出口企业收入走弱。从美国建材家居类零售数据看，2023 年零售库存销售比的上行趋势渐弱、逐步回归平稳，2024 年仅略有提升。待库存回落至合理水平，将进入新一轮补库周期，从而拉动我国相关品类的出口。

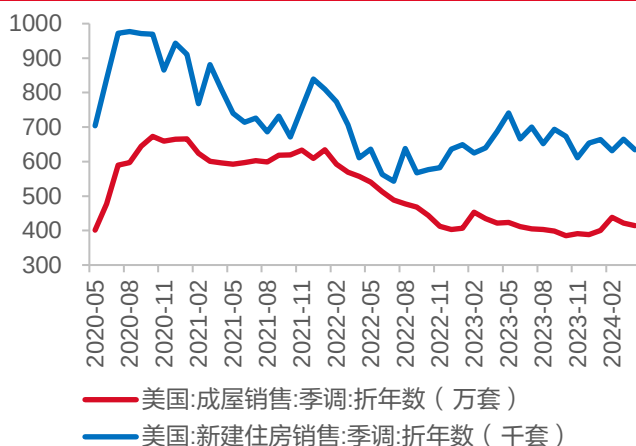
关注美国房地产行业边际变化。工具类产品广泛应用于房屋修缮改造、园林维护等场景，与地产相关。长期看，工具产品属于定期更新的刚需品，具备一定销售韧性。短期内，从美国房地产销售指标看，新房销售较 2022 年低谷期有所回升，但新房待售库存上升，成屋销售较往年仍居低位。地产链数据目前仍未十分明朗。

图13 美国零售库存销售比（季调：当月值）



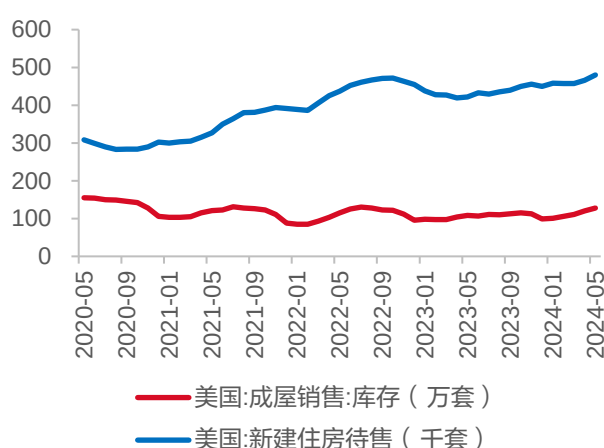
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图14 2022 年后美国新房销售回升，成屋销售仍居低位



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图15 美国新建住房待售量、成屋销售库存量



资料来源：同花顺，东海证券研究所

确切降息时点较难把握，还需关注公司内在发展情况。若后续美联储调整货币政策，贷款利率下行，将有利于地产链需求修复，相应工具类产品配置需求或有望陆续兑现。但此类经济指标的变化具有一定的不确定性，因此除了行业端的变化，企业端的业绩稳定性同样重要。从过往发展看，优质公司能够在行业波动下，仍然取得较为突出的成长。以2018-2023年为例，创科实业单年营业收入由70亿美元增至137亿美元，股东应占溢利由5.5亿美元增至9.8亿美元；巨星科技单年营业收入由59亿元增至109亿元，归母净利润由7.2亿元增至16.9亿元。

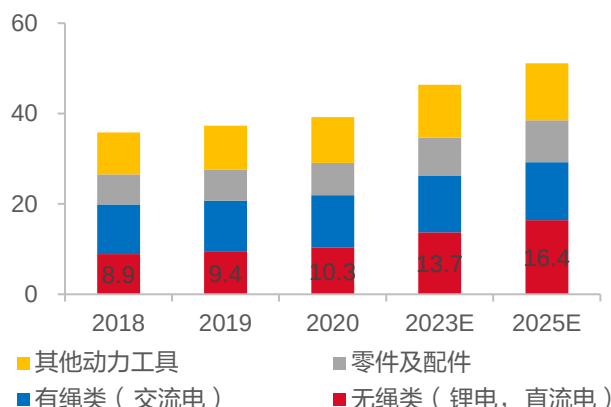
5.更加关注公司自身成长性

对于中国企业来说，仍有机会从多方面构筑核心竞争力。例如，从细分市场看，锂电工具的渗透率尚待提升，发展潜力可期。同时，持续品类扩张、提升自有品牌比例，有望切实地对收入、盈利产生积极影响，在报表端反映经营成果。此外，从长期考虑，面对贸易政策的不确定性，全球化的供应链管理是大势所趋。工具类企业的全球化运营，不仅限于海外产能的布局，也表现在多团队的整合协同等方面。

5.1.顺应锂电化趋势

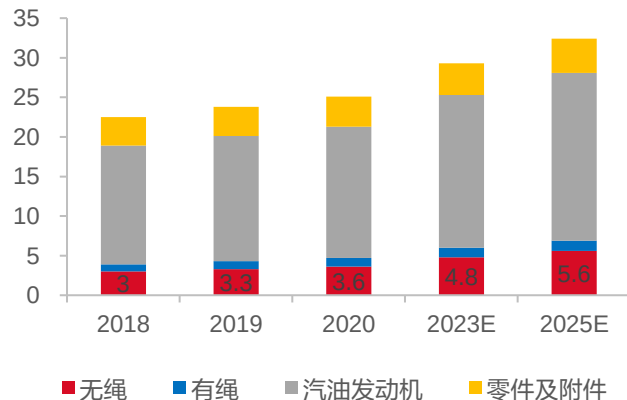
无绳（锂电、直流电）产品有望持续渗透。全球电动工具及OPE行业已形成明确的变革趋势，即从有绳工具或燃油动力工具向无绳（锂电、直流电）转变。锂电等无绳工具具有携带方便易存放、环保等优点，随着电池技术的进步，也可实现优秀可靠的使用性能。据弗若斯特沙利文预测，无绳类电动工具市场有望自2020年的103亿美元增至2025年的164亿美元，CAGR为9.9%，显著高于有绳类增速；无绳（锂电）OPE市场规模有望由2020年的36亿美元增长至2025年的56亿美元，呈现9.0%的CAGR，增速显著高于OPE整体市场的5.3%。

图16 全球动力工具市场规模及预测（十亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，东海证券研究所

图17 不同动力的 OPE 产品市场规模及预测（十亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，东海证券研究所

美国多地出台政策，引导吹叶机等园林工具向电动化转型。其中，美国加州率先面向全州范围，对新制造的吹叶机等燃油动力设备加以限制，具有一定代表性。2023年美国加州人口约3900万人，占全美人口比重约12%。重点区域对锂电类园林工具的推行，或有望对其他地区形成示范效应。

表1 美国多地对燃油吹叶机的使用加以限制

区域	具体说明
美国佛蒙特州伯灵顿市	市议会于 2021 年 4 月发布禁令，不得使用燃油吹叶机，改用噪音相对较小的电动吹叶机；全市所有企业和居民需于 2022 年 5 月底前执行这一规定。违规者一经发现将面临 100 美元罚款。
美国加利福尼亚州	2021 年发布新规，从 2024 年开始禁止销售新的燃油吹叶机和割草机。同时，加利福尼亚州拨出 3000 万美元，用于帮助园艺师实现从燃油动力设备到零排放设备的过渡。
美国华盛顿特区	2022 年相关法案生效，禁止在区域内使用燃油吹叶机，每次违规将被处以最高 500 美元的罚款。
美国佛罗里达州迈阿密海滩市	2023 年 8 月起，对区域内燃油吹叶机的禁令开始全面实施。12 个月内的首次违规将被处以 250 美元的罚款，第二次违规将被处以 500 美元的罚款，第三次违规和 12 个月内的每一次额外违规将被处以 1000 美元的罚款。
美国伊利诺伊州	据 NBC Chicago 于 2024 年 4 月报道，美国伊利诺伊州海兰帕克市禁止在 5 月 15 日到 10 月 1 日间，使用燃油吹叶机；该市努力争取在 2027 年彻底实施禁令。伊利诺伊州威尔梅特、肯尼尔斯等地亦对燃油吹叶机的使用加以限制。

资料来源：中国新华社，美国 CBS 新闻，美国华盛顿特区 Department of Licensing and Consumer Protection 官网，美国 Miami's Community News 网站，美国 NBC Chicago 网站，东海证券研究所

头部工具品牌多布局有电池平台，以增强客户粘性；客户可实现电池组在同一品牌不同产品间的互换。外资品牌在传统燃油动力工具及 OPE 行业深耕多年，且渠道优势稳固；但锂电新技术为国产品牌切入带来机会。国内锂电池制造业近年日趋成熟，创科实业、泉峰控股、格力博等工具设备品牌较早研发新能源系列产品，且重视生产链自主化率。从格力博前五大原材料供应商的变化可看出，以亿纬锂能为代表的国产锂电池电芯供应商，逐渐得到认可。供应链把控度的提升，有利于国产电动工具及 OPE 厂商更好地推动产品创新。随着锂电化趋势由家用消费级产品延伸至商用专业级产品，先行开启技术储备的电动工具及 OPE 企业有望把握机遇。从上游成本看，以碳酸锂为代表，其价格自 2023 年初大幅回落，2024 年稳定在相对低位水平，对下游锂电池及电动工具等企业的盈利具有一定正面影响。

表2 从格力博前五大原材料供应商的变化可看出，国产锂电池电芯供应商逐步得到企业认可

时间	前五大原材料供应商及采购金额占比
2019 年	三星 SDI（锂电池电芯，8.2%）、金发科技（塑料粒子，5.9%）、LG 化学（锂电池电芯、塑料粒子，5.6%）、村田（锂电池电芯，5.4%）、亿纬锂能（锂电池电芯，5.0%）
2020 年	亿纬锂能（锂电池电芯，7.2%）、金发科技（塑料粒子，5.6%）、三星 SDI（锂电池电芯，5.4%）、村田（锂电池电芯，4.0%）、LG 化学（锂电池电芯，2.1%）
2021 年	亿纬锂能（锂电池电芯，12.0%）、金发科技（塑料粒子，4.9%）、村田（锂电池电芯，2.8%）、力神电池（苏州）有限公司（锂电池电芯，2.6%）、三星 SDI（锂电池电芯，1.9%）
2022 年 1-6 月	亿纬锂能（锂电池电芯，9.4%）、力神电池（苏州）有限公司（锂电池电芯，3.0%）、金发科技（塑料粒子，1.7%）、村田（锂电池电芯，1.4%）、台州中动科技有限公司（电机组件，1.0%）

资料来源：格力博招股说明书，东海证券研究所

图18 自 2023 年初，碳酸锂价格回落；2024 年中，价格处于相对低位



资料来源：同花顺，东海证券研究所

5.2.自主品牌+品类扩张

完善自主品牌产品矩阵。回顾头部工具企业的发展，多是早期借助供应链优势获得代工订单，之后逐步向自主品牌转型，推动毛利率提升。丰富的产品布局，是自主品牌发展的重要基石。工具行业 SKU 众多，覆盖消费级、专业级多领域，有效的品类扩充奠定未来增长空间。

5.2.1.创科实业：旗舰自主品牌表现亮眼

创科实业持续收购，把握重要渠道，形成两大业务版图。创科实业早期以代工业务为主，通过多轮收购实现向自主品牌的转型。公司电动工具主要品牌有 MILWAUKEE、RYOBI、EMPIRE、AEG 等，地板护理及清洁品牌有 HOOVER、DIRT DEVIL、VAX 等。近年，公司仍在扩充业务版图，如 2023 年 4 月以 7509 万美元收购 Green Planet，旨在补充 OPE 电动工具业务。2023 年，公司电动工具业务、地板护理及清洁业务分别实现收入 127.9 亿美元、9.4 亿美元；按美元收入计算，分别同比增长 3.8%、1.3%。工具行业中，渠道商话语权突出。借助与家得宝的多年合作，创科实业在业内建立了较为稳固的市场份额。

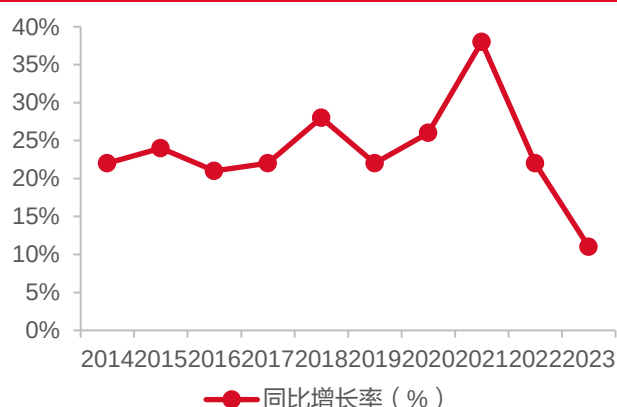
表3 创科实业重要的并购事件

收购公司或品牌	时间	国家或地区	核心业务
VAX	1999	英国	地板护理
RYOBI	2004	北美	电动工具
Homelite	2002	美国	户外园艺电动工具
ROYAL	2003	美国	地板护理
DIRT DEVIL	2003	美国	地板护理
MILWAUKEE	2005	美国	电动工具及配件
DREBO	2005	德国	电动工具及配件
AEG	2005	欧洲	电动工具
HOOVER	2007	美国	地板护理
STILETTO	2007	美国	手动工具
ORECK	2013	北美及欧洲	地板护理
EMPIRE	2014	美国及大洋洲	水平尺、绘图及计量工具品牌
Imperial Blades	2018	欧洲	工具配件

资料来源：公司官网，东海证券研究所

旗舰专业级品牌 MILWAUKEE 持续表现亮眼。按当地货币计算，2014-2023 年间，MILWAUKEE 销售收入持续增长。其中，2023 年该品牌销售收入同比增长约 10.7%，上半年、下半年分别同比增长 8.7%和 12.7%；全品类涨势向好，手动工具、PACKOUT 储存系统、个人安全装备系列的表现尤为突出。分区域看，按当地货币计算，2023 年 MILWAUKEE 品牌在北美、欧洲、其他地区分别同比增长 9.9%、13.7%、13.0%。先进的锂电池技术成为 MILWAUKEE 产品领先市场的重要基石。MILWAUKEE 电池结合其超级充电器，可在 15 分钟甚至更短时间内实现充电 80%。电动工具产品的持续创新迭代，为公司毛利率的提升提供助力。MILWAUKEE M18 和 M12 平台目前已发展成熟，分别包含 284 款和 153 款产品，下游覆盖广泛。以 M18 系列为例，覆盖基建、电力设施、可再生能源、采矿、数据通讯及运输维修等行业。此外，其他品类亦涵盖了丰富的 SKU，如 MX FUEL 轻型设备、PACKOUT 储存系统、个人安全装备系列分别包含 23 款、102 款、49 款产品。

图19 MILWAUKEE 销售收入近年维持较好增长



资料来源：公司官网财务简报，东海证券研究所
 注：收入增速按当地货币计算

图20 MILWAUKEE 产品种类丰富多样

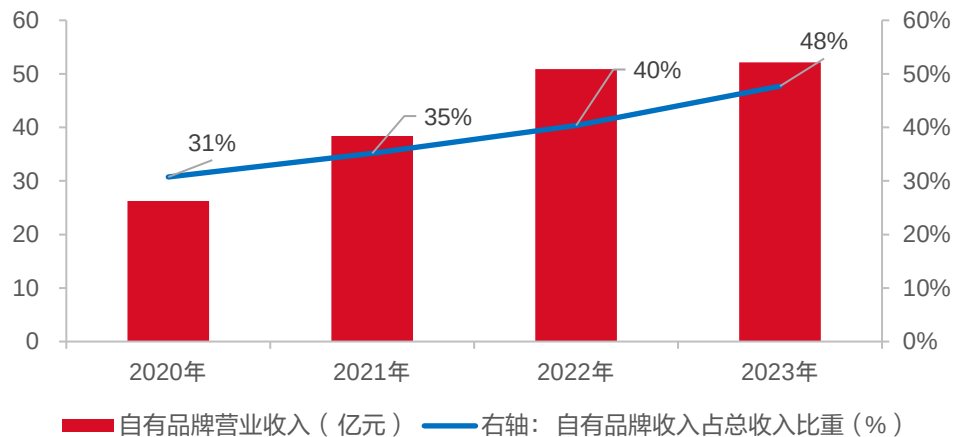


资料来源：公司官网，东海证券研究所

DIY 品牌 RYOBI 助力消费级工具业务向好。该品牌同样围绕锂电池平台进行产品布局，基于 RYOBI 18V ONE+平台现已有 307 款产品（186 款电动工具、89 款户外工具、32 款清洁产品）；基于 RYOBI 40V 平台现有 91 款产品，其中包括 WHISPER 系列剪草机。RYOBI 品牌善于捕捉低碳发展趋势下的用户需求，推动产品创新，如 2023 年推出新版电池 18V LITHIUM HP EDGE，推出便携的 USB LITHIUM 系列等。

5.2.2. 巨星科技：自有品牌占比提升，业务延伸取得成效

巨星科技近年自有品牌蓬勃发展。经过前期外部收购和自建品牌的积淀，产品品类得以充实，2020-2023 年间，巨星科技自有品牌金额逐年增长，自有品牌占整体收入比重由 31% 升至 48%。2023 年，公司自有品牌产品毛利率为 31.06%，同比提升 6.37pct。公司致力于增强直达消费者业务的占比，跨境电商渠道的发展对自有品牌起到有效助力，网络宣传提升了品牌影响力。同时，公司也在组建亚太经销渠道、收购欧美分销渠道，为自有品牌的全球化推广提供支持。

图21 巨星科技自有品牌营收及占比近年呈上升趋势

资料来源：巨星科技年报，东海证券研究所

品类扩张带动成长。巨星科技于2010年上市时，主营产品仅为手工具、手持式电动工具，SKU仅几千种。在经历多次收购、数年研发后，2023年公司总体SKU数量已超3万种，目前形成多元化的收入格局。2023年，公司手工具及存储箱柜收入占比为74%，动力工具及激光测量仪器收入占比为26%。工具行业类别众多，展望长期，仍有潜在领域可以挖掘，如细分工业市场的专业设备、相关的个人防护用品等。

把握机遇，巨星科技动力工具业务取得突破。由于客单值较高、商超渠道进入壁垒更强等因素，动力工具市场集中度高于手工具市场。头部的动力工具品牌多与商超渠道建立紧密合作，新晋者不易突破。但2020年外部事件的冲击，为巨星科技提供了收购专用品牌的机遇，从而助力其以品牌而非代工的方式，进入动力工具领域。2021年，公司对收购资产进行整合，发力动力钉枪、电动吸尘器等产品；同时，推出基于20V平台的全品类锂电动力工具系列，线上线下同步推广。2021年公司动力工具业务首获突破，当年实现收入10.21亿元，同比增长453.77%。目前，巨星科技电动工具产品已获知名渠道认可，口碑提升有利后续推广。2024年5月，公司发布公告，取得来自美国某大型零售公司的采购确认，采购标的为20V无绳锂电池电动工具系列和相关零配件，采购范围为北美数千家门店的未来三年全部该系列电动工具和零配件产品的销售和服务；预计订单金额为每年不少于3000万美元，超过公司2023年动力工具产品收入的10%。

对标海外龙头，创新推动，传统的优势品类仍有市占提升的空间。国际龙头史丹利百得是涉足工具、户外设备、工业用品的综合性企业，坚持产品迭代，每年上新约1000款产品，整体市场份额在工具领域位列行业第一。据其官网文件，2023年其手工具及配件、存储箱业务收入约4亿美元，在30多个类目中居于领先地位，而行业市场规模大致在42亿美元，潜在提升空间可观。相应的，巨星科技在手工具等传统领域持续精进，新品迭代、渠道拓展亦对其稳健发展提供坚实基础。从2023年报的研发投向可看出，公司致力于提升产品工艺，研究环保木塑注塑工艺、智能芯片等在手工具上的应用；同时，完成八合一狗骨头扳手、新款DT水泵钳等多产品的研发。

5.2.3. 泉峰控股：期待渠道合作效应显现，自主品牌持续发力

关注以EGO为代表的自主品牌，推进多渠道运营。泉峰控股当前的自主品牌矩阵为EGO（2014年推出）、FLEX（2013年收购）、SKIL（2017年收购）、大有（2007年推出）。FLEX和SKIL已是百年品牌，口碑积淀深厚。EGO作为自建品牌，多年经营亦取得成效。在传统线下渠道，EGO连续四年被北美领先的五金连锁店评为“年度最佳供应商”，在加拿大头部OPE渠道商体系中占据重要份额。在新兴线上渠道，EGO位于亚马逊渠道OPE

品牌销售前列，且增速亮眼。虽然从工具行业渠道格局看，Lowe's 等传统渠道仍占主导，但在传统渠道实现显著的竞争突破并不容易，因此多元渠道经营成为自主品牌发展的有利补充。

渠道端，与 John Deere 的合作值得期待。2023 年 Q3，泉峰控股与 John Deere 达成协议，将自主品牌 EGO 的锂电产品在后者的美国、加拿大经销商处销售。据 John Deere 年报，其在美国和加拿大有约 2050 个独立经销商，其中约 1600 人销售农业设备，约 450 人销售建筑、土方、材料搬运、道路建设、林业设备。其草坪设备（Turf Equipment）的销售渠道大致可分为以下几类：主要渠道为 John Deere 农业设备的销售点；少数为建筑、土方等其他设备的销售点；约 280 个专门销售草坪设备的网点，其中部分网点还同时经营其他品牌的产品。此外，John Deere 的部分家用园林设备也通过家得宝和劳氏进行销售。在户外园林设备行业，渠道端具有较强的话语权。John Deere 的赋能，有助于泉峰控股较快地拓宽自主品牌的销售面，逐步贡献收入增量。

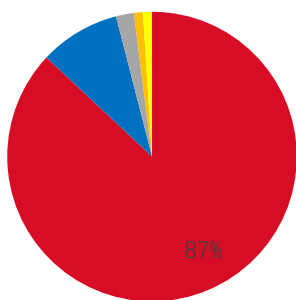
John Deere 紧随电动化、智能化趋势，双方合作致力新产品研发。虽然尚未详细披露合作开发的细节，但从 John Deere 的自身规划可看出，其对电动产品的研发提出了明确目标。在与 John Deere 进行研发交流的过程中，或也将促进泉峰控股产品设计水平的提升。据《John Deere 2023 Business Impact Report》，在小型农机及草坪设备领域，公司希望到 2026 年，给每个草坪设备及紧凑多用拖拉机系列，均配备电动产品选项。2023 年，John Deere 发布了多款园林工具新品：家用领域，锂电动力的零转向割草机 Z370R 实现交付；商用领域，推出为高尔夫球场客户定制的电动/混合动力多用途车、割草机等。以 E-Cut 电动手扶式割草机为例，一次充电可覆盖 50000 平方英尺的草坪，且可低噪音运行。针对高尔夫球场的使用场景，John Deere 还配备了相应的软件管理系统，可对草坪设备进行接入和管理。从合作角度看，泉峰控股在电池平台领域的技术积累将为 John Deere 的转型有效赋能；此外，产品创新过程中，或也将推动泉峰控股自身商用系列的规划。

展望未来增长动力，产品创新是关键。产品结构的改善一定程度上还需上新来带动。2023 年，泉峰控股推出 200 种新品，其中锂电产品占新品的 82%。锂电池可适用于同一系列下的多种产品，从而吸引 C 端用户形成复购。因此，基于电池平台的品类拓展，仍将是公司重要的研发方向。此外，随着技术进步、消费者接受度提升，商用产品的广阔空间同样值得期待。目前，商用 OPE 设备的锂电化率显著低于家用设备。

5.2.4. 园林工具新品类：以割草机器人为例，智能化产品有望孵化增长点

户外园林工具领域，新品类割草机器人有望得以推广。以美国为例，87% 的家庭草坪为家庭自主养护，对提升割草效率具有诉求。割草机器人的发展，顺应了园林工具电动化、智能化发展的大势。但户外草坪环境较为复杂，对割草机器人的避障定位能力、爬坡能力等提出较高要求，技术成熟度影响产品的渗透率。欧洲较为规则的中小型草坪成为早期割草机器人的适用场景。瑞典富世华品牌等布局割草机器人技术较早，从区域分布看，欧洲的割草机器人渗透率相对较高。但随着智能导航等技术的更新，割草机器人适应大范围复杂草坪的能力提升，在北美也逐渐得到推广。从美国亚马逊主要在售产品看，以中国、瑞典、美国品牌为主。总体看，割草机器人的市场空间广阔。根据 Research and Markets 数据，2020 年全球割草机器人市场规模约 13 亿美元，预计到 2025 年，全球割草机器人的市场规模将升至 23 亿美元，CAGR 为 12%。

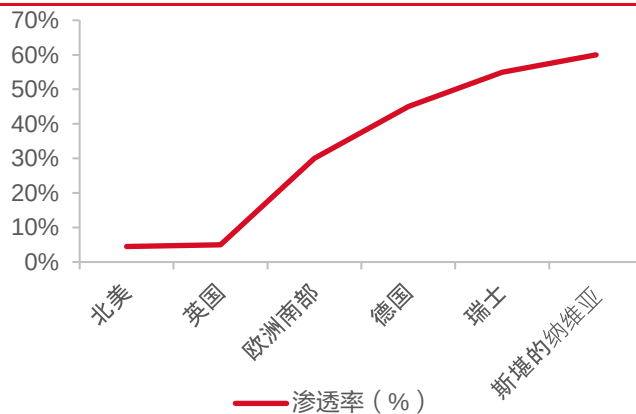
图22 美国家庭草坪多数为自主养护



■ 家庭自主养护 ■ 商业服务 ■ 有偿人工 ■ 无偿人工 ■ 其他

资料来源：Statista，雨果跨境，东海证券研究所

图23 2021 年家用割草机器人渗透率



资料来源：Husqvarna，雨果跨境，东海证券研究所

产品迭代，国产割草机器人出海可期。2024 年 CES 展会，九号公司、格力博、科沃斯等多家国产企业的割草机器人集中亮相，新产品对室外环境的适应力明显增强。例如，“RTK+视觉导航”成为常见的割草机器人技术方案之一，厘米级的高精度定位为路径规划提供支持，视觉系统能够较好地辅助避障，使得割草机器人在多变的室外环境下尽可能保障割草效率。基于较强的产品力，销售效果逐步显现。以九号公司为例，今年发布第二代割草机器人；2024Q1 公司实现割草机器人销量 3.31 万台，收入 1.80 亿元，同比增长 267%，表现超年初预期。科沃斯于 2023 年首次在欧洲推出其割草机器人，第一年销售即超出既定经营目标，为后续打下良好基础。格力博则从 2016 年起，开始布局智能割草机器人项目，预计 2024 年下半年将第三代割草机器人投放市场。

5.3.全球化经营

以并购为主要手段，快速推进全球化扩张。早期国内工具行业以 OEM 模式为主，为海外龙头提供代工实现借船出海。随着实力不断增强，行业逐渐向利润率更高的 OBM 模式转型，加大自有品牌开发力度。在全球扩张快速发展期，创科实业等工具企业主要通过并购细分行业龙头或区域性龙头方式加速完善海外布局，快速补足自有渠道及产品矩阵短板。以巨星科技为例，公司先后并购 ARROW、Lista、Shop-Vac 等企业，打造拥有手工具、动力工具、储物柜、五金件等一站式采购的产品矩阵。同时借助并购标的渠道资源、客户资源，建立深入终端市场的销售渠道网络，目前全球范围内已有超过两万家以上的大型五金、建材、汽配等连锁超市同时销售公司各品牌产品。结合公司自有的跨境电商、DTC 等渠道，快速实现经销、渠道、零售等多类型客户的广泛覆盖。

表4 巨星科技、泉峰控股历史上重要的并购事件

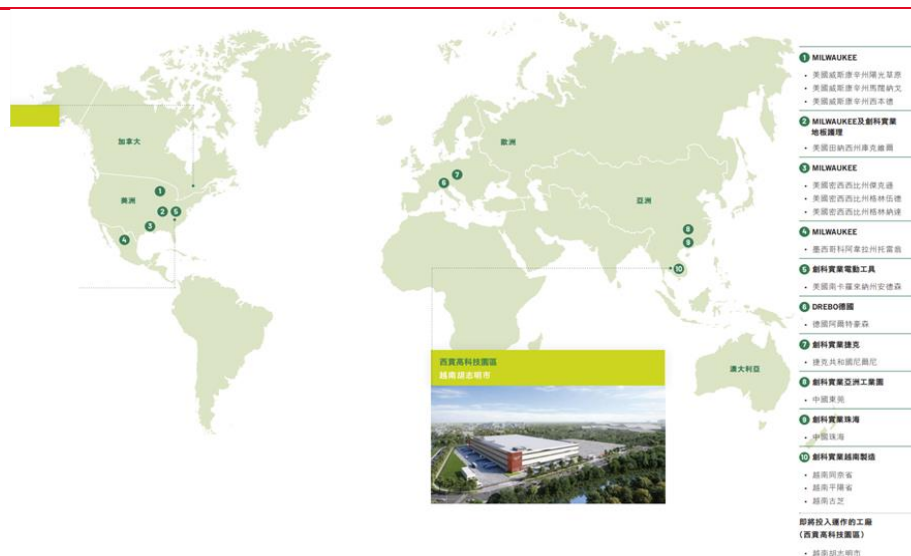
	收购公司或品牌	时间	国家或地区	核心业务
巨星科技	ARROW	2017	美国	工具
	Lista	2018	欧洲	工具储物柜
	Prime-Line	2019	北美	五金件
	shop-vac	2020	北美	动力工具（吸尘器）
	Joh Friedrich Behrens AG	2021	欧洲	动力紧固工具
	SK	2021	美国	汽修工具
	Geelong	2021	泰国	存储柜
	TESA	2023	瑞士	高精度测量仪器
	SCRUFFS	2023	英国	个人工装产品
泉峰控股	Flex-Elektrowerkzeuge GmbH	2013	德国	电动工具
	SKIL 北美及欧洲业务	2017	北美及欧洲	电动工具

资料来源：各公司公告，各公司官网，东海证券研究所

分工合作，打造高效稳定的全球供应链网络。欧美作为工具行业最重要的海外市场，创科实业、巨星科技等行业龙头营收占比可达 90%左右，市场空间广阔。亚洲地区制造业产业链较为完善，制造成本低于欧美等地，具备较强的生产优势。行业结合各地区优势，逐渐形成了中国-东南亚-欧美的三位一体格局。其中中国负责研发管理，越南、泰国等东南亚国家负责加工及制造，欧美等终端市场地区侧重物流、仓储、设计、售后等。亚洲地区在供应链采购能力、生产制造流程等方面优势明显，主要承担生产研发工作。欧美地区直接对接终端市场，企业通过前置设计与服务团队，紧跟核心市场消费者需求。集中生产创造规模效应，分散组装灵活响应市场，前置服务把握终端需求，深度分工合作确保全球供应链高效稳定。

新时代背景下，全球化布局构筑护城河。伴随着贸易环境的不确定性、区域制造成本等因素的变化，对工具企业的供应链规划产生了更高要求。建设海外产能成为诸多企业的选择。以创科实业为例，制造基地由中国拓展至越南、墨西哥、美国；2023 年，公司推出系列手动工具新品，由美国威斯康星州工厂制造。巨星科技方面，海外产量占比逐渐接近国内产能，未来或呈上升趋势。巨星科技目前拥有 10 个中国生产制造基地、3 个东南亚生产基地、5 个欧洲生产基地和 3 个美国生产基地。园林工具企业，以格力博为代表，现已形成中国、越南、美国三地产能布局，目前越南基地出货超过总出货量的 50%。

图24 创科实业全球生产基地分布



资料来源：创科实业 2023 年 ESG 公告，东海证券研究所

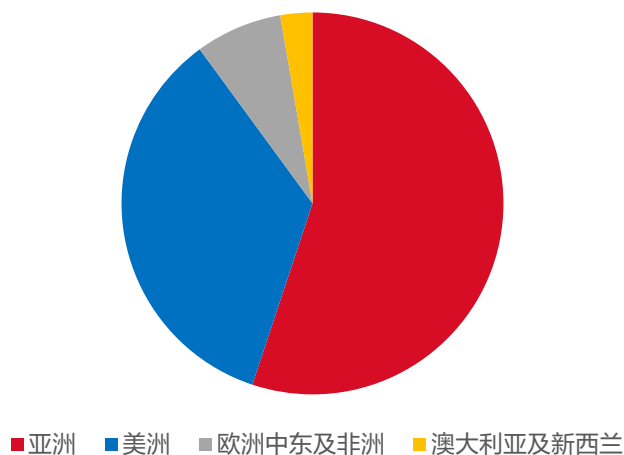
表5 泉峰控股、格力博、巨星科技的部分海外生产基地

公司名称	生产基地	地点	建设模式	时间
泉峰控股	泉峰越南工厂	越南平阳	自建	2020
	FLEX 德国工厂	德国施泰因海姆	收购	2013
格力博	格力博越南工厂	越南海防	自建	2018
	Greenworks MFG	美国田纳西州	自建	2021
	格力博太平基地	越南太平	自建	2023
	Arrow 生产基地	美国新泽西州	收购	2017
	SHOP-VAC 生产基地	美国宾州	收购	2020
	LISTA 生产基地	瑞士厄伦	收购	2018
	LISTA 生产基地	德国汉堡	收购	2018
巨星科技	LISTA 生产基地	意大利贝加莫	收购	2018
	BeA 生产基地	德国阿伦斯堡	收购	2021
	BeA 生产基地	捷克卢布尔雅那	收购	2021
	TESA 生产基地	瑞士勒南	收购	2023
	泰国制造基地	泰国罗勇	自建	2020
	柬埔寨制造基地	柬埔寨西港	自建	2020
	越南制造基地	越南海防	自建	2018

资料来源：各公司公告，各公司官网，东海证券研究所

多维度的全球化进程或将加剧行业的马太效应。不仅限于产能建设，深入的全球化也涉及多文化人员团队的综合管理。以创科实业为例，历经多轮收购和内外整合，现已形成多元化的高管团队，员工亦分布于全球各主要区域。公司现任执行董事兼行政总裁，为旗舰品牌 MILWAUKEE 前核心管理者。国际化的生产及运营团队，有利于因地制宜，快速响应需求。以巨星科技为例，与全球数千家供应商建立起合作关系，同时在欧美本土设立多个物流中心、售后团队，致力于实现“采购-制造-交付售后”的全链条、全球化运营。不同于早年依托于代工的海外客户开拓，本轮基于贸易竞争背景下的品牌全球化，更加考验公司的资金实力、管理能力，且需时间积淀，因而有望催化份额向头部集中。跨境电商和独立站作为一个重要的便利渠道，易于国产品牌在短期内实现较快的成长突破。但从长期看，从产业链角度融入海外，才能够更加稳健地应对贸易政策的波动。

图25 创科实业全球主要区域员工数量占比（%）



资料来源：创科实业 2023 年 ESG 公告，东海证券研究所

6.风险提示

市场需求不及预期风险。机械设备企业经营状况与宏观、市场整体景气度相关，若经济增长放缓，市场需求或受到影响。

行业竞争加剧风险。机械设备行业具有部分同质化产品，在行业整体需求波动时，可能存在价格竞争加剧等情况，从而对企业盈利造成影响。

原材料价格及海运费波动风险。机械设备行业原材料成本占比较高，若上游原材料价格上涨，可能会向下游传导成本压力，国产厂商盈利能力可能会受到影响。对于出口企业来说，海运费的大幅波动也将对短期经营造成影响。

汇率大幅波动风险。汇率波动将影响出口产品在当地的价格竞争力。此外，出口企业出于流动性考虑，会持有部分外币存款，汇率波动也将对外币资产的价值造成影响。

关税等贸易政策变化的风险。部分机械设备企业出口占比较高，若关税政策变化，可能使得出口产品在当地的价格竞争力下降，从而影响企业经营情况。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089