

巨星科技 (002444) 深度研究报告

开疆扩土，工具巨星

——工具行业系列报告(二)

- ❖ 我们首先从产业链视角切入，证明巨星科技核心优势正是切中产业链壁垒关键韵脚；其次，进一步从收购整合、渠道壁垒等展开论述核心优势底层逻辑；最后，工具行业有望进入下一轮景气周期，驱动公司成长性释放。
- ❖ **工具行业产业链：下游零售商主导产业链价值。**上游代工厂→中游品牌商→下游零售商毛利占比2%→8% (ODM) /20% (OBM) →34%；手工具品牌商→零售商 CR3 19%→59%；无论是品牌集中度还是价值比重，产业链中上游长尾分散，下游零售商话语权较强。
- ❖ **巨星科技：核心优势切中产业链壁垒关键韵脚，突破渠道垄断形成上下游正向循环。**1) 收购能力提供品类扩张内生动力。2010年开始收购9家区域性工具品牌，完成ODM→OBM转型，2023年OBM收入占比48%。2) 突破产业链渠道壁垒，渠道高粘性复用。美国手工具零售商CR3 59%，公司自主品牌同时入驻、并为HomeDepot和Lowe's代工，打破美国渠道排他；在欧洲分散市场整合进入英德法荷等多个国家经销零售渠道。3) 全球布局：中国研发，亚洲制造，欧美服务。整合上游预计超百家OEM代工厂，2023年新品研发设计1828项，获大型零售商电动工具订单；23个生产基地布局全球，海外产能占比超55%，同时不断加强欧美现地化服务能力。
- ❖ **美国地产及零售商库存双底，行业有望开启新一轮景气周期。**22年全球工具规模1030亿美元，其中手工具+存储柜约占三成。手工具竞争格局分散、CR5仅24% (2021)。下游需求以建筑施工、汽修等工业级为主，地产后周期属性强；24年4月美国房屋销量同比-3%、降幅较23年同期收窄19%，同时当前较低的库销比和居民杠杆率可支撑房屋销售继续增长，未来美国降息预期催化下，地产筑底修复有望拉动工具行业景气复苏。消费级需求经历2023年下行及零售商库存去化后，24年5月下游商超库销比2.2回落至22年5月水平，库存去化基本结束，有望进入补库周期释放需求。
- ❖ **动力工具构筑远期成长曲线。**动力工具2020年全球市场规模392亿美元，与手工具相比空间更大、市场集中度更高 (2020年CR3 43%)；疫情影响为公司收购区域性品牌提供切入窗口，公司收购Shop-Vac、BeA等品牌后，产品快速迭代推新20V锂电工具品线、差异化选择亚马逊线上进入，2021年作为动力工具元年实现收入10.2亿元 (同比+454%)，2022-2024年连续3年获得美国大型零售商动力工具采购确认订单，年化合计金额超8500万美元。
- ❖ **投资建议：**公司为全球手工具龙头，品类扩张+全球布局核心能力突破产业链渠道壁垒，工具行业美国地产修复及零售商补库有望开启新一轮景气周期。我们预测24-26年归母净利润为21.5/27.1/32.9亿元，对应PE为14/11/9倍，归母净利润增速分别为27.3%/26.0%/21.1%，公司现金流稳定，采用DCF法估值，给予目标价33元，对应24年18.4倍PE，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**美国成屋销售不及预期，海外需求恢复不及预期，下游渠道库存去化不及预期，中美贸易风险升级、关税成本上升。

主要财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万)	10,930	13,905	17,273	20,871
同比增速(%)	-13.3%	27.2%	24.2%	20.8%
归母净利润(百万)	1,692	2,154	2,713	3,286
同比增速(%)	19.2%	27.3%	26.0%	21.1%
每股盈利(元)	1.41	1.79	2.26	2.73
市盈率(倍)	17	14	11	9
市净率(倍)	2.0	1.7	1.5	1.3

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2024年7月31日收盘价

推荐 (首次)

目标价：33元

当前价：24.36元

华创证券研究所

证券分析师：秦一超

邮箱：qinyichao@hcyjs.com

执业编号：S0360520100002

证券分析师：范益民

电话：021-20572562

邮箱：fanyimin@hcyjs.com

执业编号：S0360523020001

证券分析师：杨家琛

邮箱：yangjiachen@hcyjs.com

执业编号：S0360524070005

公司基本数据

总股本(万股)	120,250.20
已上市流通股(万股)	115,102.91
总市值(亿元)	292.93
流通市值(亿元)	280.39
资产负债率(%)	25.80
每股净资产(元)	12.69
12个月内最高/最低价	27.89/17.29

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《泉峰控股 (02285.HK)：锂电 OPE 领航者——工具行业系列报告 (一)》

2024-04-15

## 投资主题

### 报告亮点

本篇报告我们系统性梳理了巨星科技当前阶段品类扩张+全球化布局的核心竞争能力；首先从产业链视角切入，证明巨星科技核心优势正是切中产业链壁垒关键韵脚：

- 下游零售商主导产业链价值，上游代工厂→中游品牌商→下游零售商毛利占比 2%→8%（ODM）/20%（OBM）→34%。
- 巨星科技整合分散长尾需求转移低价值代工，ODM+收购转型 OBM 渗透中游价值链，其在产业链中上游强大统筹能力，打破零售商渠道壁垒，保障全域需求稳定，以此上下两端形成良性循环。

进一步从收购整合、渠道壁垒论述品类扩张底层逻辑，以中国研发、亚洲制造、欧美服务论述全球化布局版图：

- 收购能力提供品类扩张内生增长动力。手工工具市场品牌竞争格局分散（2021 年 CR5 24%），公司收购整合区域性工具品牌从手工工具→激光测量工具→存储箱柜→动力工具等品类延展，2023 年 OBM 收入占比提升至 48%。
- 突破产业链渠道壁垒，渠道高粘性强复用。北美市场，公司突破 HomeDepot 和 Lowes 渠道排他，与零售商渠道合作粘性对标工具行业龙头史丹利百得；欧洲市场，长期深耕整合欧洲分散渠道，已经进入英德法荷等多个国家经销零售渠道。
- 中国研发，亚洲制造，欧美服务。整合上游预计超百家 OEM 代工厂，新品研发设计响应客户需求；同时逐步完成东南亚为主全球产能布局规避对美贸易风险，加强欧美市场现地化服务能力。

### 投资逻辑

于公司层面，巨星科技统筹上游制造研发、渗透整合自主品牌，保障自身盈利稳定性的同时突破渠道垄断，在下游零售商垄断的产业链中展现出极强的  $\alpha$  和成长性。

于行业层面，工具行业当前或处于美国地产及零售商库存双底。下游工业级需求具明显地产后周期属性，2024 年初至今美国成屋销售显回暖趋势，未来美国降息预期催化有望拉动地产及工具需求复苏；消费需求经历 2023 年回落及零售商库存去化后，当前库存及库销比回落至合理水平，有望开启新一轮繁荣周期。

### 关键假设、估值与盈利预测

**绝对估值：**公司现金流稳定，我们对公司采用 DCF 法估值，名义长期增长率假设 2%，无风险利率为 2.3%，风险溢价为 7.2%，Beta 为 0.95，股东必要报酬率 9.5%，WACC 计算为 9.1%，得到公司 DCF 估值为 33 元/股，对应 24 年 18.4 倍 PE。**相对估值：**我们选取主营业务同属于工具赛道下的创科实业、泉峰控股、格力博、大叶股份为可比公司，可比公司 2024/2025/2026 平均 PE 分别为 20.1/13.9/10.9，公司 2024/2025/2026 年 PE 分别为 13.6/10.8/8.9，低于可比公司平均 PE，给予“推荐”评级。

# 目 录

一、 巨星科技：全球化收购转型的手工具龙头 .....	6
（一） 发展历程：手工具 ODM 起步，全球收购转型 OBM .....	6
（二） 公司治理：股权结构清晰，高管长期深耕 .....	8
（三） 公司业绩：规模盈利稳中有升 .....	9
二、 核心优势：品类扩张全球布局，打破下游渠道壁垒 .....	10
（一） 收购整合驱动品类扩张内生增长 .....	11
（二） 突破产业链渠道壁垒，渠道高粘性强复用 .....	13
（三） 全球布局：中国研发，亚洲制造，欧美服务 .....	15
三、 美国地产零售商库存双底，专业级消费级需求共振 .....	17
（一） 手工具百亿美元规模，产能集中于中国 .....	17
（二） 手工具全球龙二，工具全品类空间广阔 .....	19
（三） 美国地产筑底回暖，零售商释放补库需求 .....	21
四、 动力工具构筑远期成长曲线 .....	25
（一） 动力工具规模更大，成长天花板更高 .....	25
（二） 收购整合区域品牌，疫情窗口期切入 .....	26
（三） 小型产品差异竞争，线下渠道复用性强 .....	26
五、 盈利预测 .....	27
六、 风险提示 .....	28

## 图表目录

图表 1	公司当前处于多元化业务发展阶段 .....	7
图表 2	公司产品类型覆盖各品类工具 .....	8
图表 3	创始人夫妇合计持股 38.3% .....	8
图表 4	高层管理人员简介 .....	8
图表 5	23 年手工具及存储柜收入 80.7 亿占比 74% .....	9
图表 6	23 年美洲区域收入 69.7 亿占比 64% .....	9
图表 7	23 年手工具及存储柜毛利率显著提升 .....	10
图表 8	公司期间及财务费用率受汇率影响波动 .....	10
图表 9	公司通过纵向延伸提升产业链价值 .....	11
图表 10	公司通过并购整合细分领域品牌外延能力 .....	11
图表 11	巨星当前主要布局 18 大工具品类中的 8 类 .....	12
图表 12	23 年 OBM 收入比重提升至 48% .....	13
图表 13	23 年 OBM 毛利率略低于 ODM .....	13
图表 14	23E 北美占电动工具+OPE 全球销售 49% .....	13
图表 15	美国手工具零售商 CR3 份额 59% .....	13
图表 16	各公司及品牌在北美两大零售渠道入驻销售情况 .....	14
图表 17	公司下游客户广泛布局全球知名工具品牌及零售商 .....	14
图表 18	23 年公司第一大客户收入 20.6 亿元 .....	15
图表 19	23 年前五大客户营收占比 46% .....	15
图表 20	公司单项新品开发投入规模呈增长趋势 .....	15
图表 21	公司创新动力工具获得大型零售商客户订单 .....	15
图表 22	公司产销率高以外协生产为主 .....	16
图表 23	23 年第一大供应商采购额仅 0.74 亿 .....	16
图表 24	整合体外供应链能力强外协采购占比高 .....	16
图表 25	江浙为我国工具品类产业集聚地 .....	16
图表 26	公司全球 23 个生产制造基地有效满足各地需求 .....	17
图表 27	工具行业 17-22 年 CAGR5.8%（亿美元） .....	18
图表 28	21 年手工具及存储占工具行业规模 28% .....	18
图表 29	截止 22Q1 4 个季度美国手工具产品需求占比 .....	18
图表 30	手工具产品分类 .....	18
图表 31	美国截止 22Q1 四个季度消费者购买手工具平均价格（单位：美元） .....	19
图表 32	美国截止 22Q1 四个季度消费者购买手工具考虑因素 .....	19
图表 33	23 年我国手工具出口 685 亿元（+8%） .....	19

图表 34	23 年我国手工具各品类出口额占比 .....	19
图表 35	22 年巨星在全球工具市场份额 1.8%.....	20
图表 36	21 年巨星全球手工具及存储柜市场份额 5%.....	20
图表 37	与工具行业龙头规模相比公司成长空间广阔（单位：亿美元） .....	20
图表 38	23 年全球激光测量仪器市场规模 38 亿美元 .....	21
图表 39	激光测量仪器中建筑工程需求占比 31%.....	21
图表 40	全球激光测量仪器市场竞争格局分散 .....	21
图表 41	21 年公司激光测量仪器收入 8.9 亿元 .....	21
图表 42	专业级施工及汽修覆盖下游 68%需求场景 .....	22
图表 43	工具品类在美国作为礼物赠送 .....	22
图表 44	美国汽车车龄增长，汽修需求稳定提升 .....	22
图表 45	美国汽车保有量持续增长（单位：百万辆） .....	22
图表 46	美国工具五金消费支出与房屋销量相关性强 .....	23
图表 47	24 年美国成屋/新屋销量开始回暖 .....	23
图表 48	美国成屋库销比较低，新房库销比高 .....	23
图表 49	美国自住房屋空置率处于历史 0.3%分位水平 .....	24
图表 50	美国居民部门杠杆率较历史峰值低 26%.....	24
图表 51	美国住房自有率处于历史 69%分位水平 .....	24
图表 52	美国房屋销量增速与抵押贷款利率负相关性 .....	24
图表 53	美国工具消费需求企稳修复 .....	25
图表 54	22 年开始的商超库存去化基本结束 .....	25
图表 55	全球动力工具较手工具市场规模更大 .....	25
图表 56	全球动力工具市场竞争格局较手工具更集中 .....	25
图表 57	公司动力工具业务近年取得快速进展 .....	26
图表 58	公司无绳电钻以性价比及手工具套件组合销售方式差异化竞争.....	26
图表 59	收入拆分及盈利预测（单位：亿元） .....	28
图表 60	可比公司估值.....	28

本篇为我们工具行业系列报告第二篇，于长坡厚雪工具赛道中，我们将视角从锂电 OPE 龙头泉峰控股，切换至手工具龙头巨星科技。手工具产品上游制造供应链分散、下游依托于大型零售商销售，低附加值制造叠加高壁垒零售商渠道，形成较高布局成本；与电动工具相比，更为分散的竞争格局，也更适合通过收购完成自主品牌覆盖。在此过程中，巨星科技形成独特竞争优势，ODM 核心能力突破美国零售商排他，强大收购整合能力驱动品类扩张和 OBМ 转型，全球化布局赋能制造供应链转移及现地化市场服务，由此见证手工具龙头转型工具全产业链龙头成长之路。

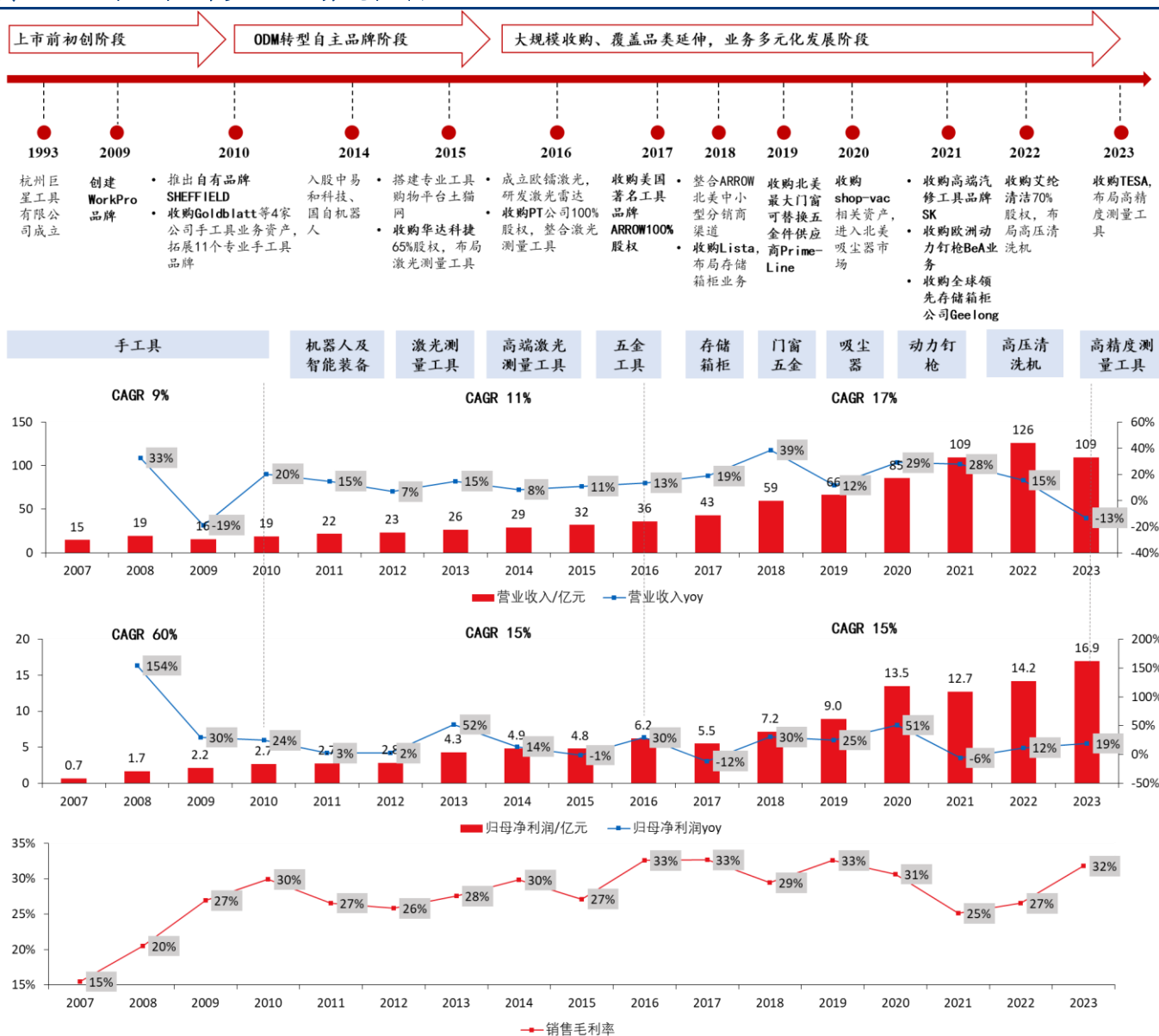
## 一、巨星科技：全球化收购转型的手工具龙头

### （一）发展历程：手工具 ODM 起步，全球收购转型 OBМ

公司为全球手工具 ODM 龙头，通过收并购转型多元品类覆盖。公司起步于手工具 ODM 业务，2010 年起收购多家海外知名工具品牌，逐步完成 ODM→OBМ 转型。公司当前产品业务覆盖手工具、电动工具、激光测量工具、存储箱柜等工具行业完整品类，公司发展历程可划分为 3 个阶段，上市以来营收及归母净利润保持成长趋势：

- **1993-2010 上市前初创阶段：手工具 ODM 起步，2009 年开始转型自主品牌。**公司初创起步于手工具代工业务，2009 年开始尝试建立自主品牌 WorkPro，开启 OBМ 转型；2010 年收购美国知名抹泥墙工具品牌 Goldblatt。
- **2010-2016 深耕主业、稳步扩张阶段：深耕手工具代工主业，同时完成部分品牌资产收购扩张品类外延。**2010 年公司登陆深交所上市，继续深耕手工具 ODM 主业；2015 年收购华达科捷布局激光测量工具，2016 年成立欧镭激光、收购 PT 公司进一步整合激光工具产业链，2010-2016 年公司收入 CAGR 为 11%、归母净利润 CAGR 为 15%。
- **2016 年至今品类多元扩张发展阶段：大规模收并购整合，开启品类多元扩张及全球化布局。**2017 年公司收购美国知名气动工具品牌 Arrow，整合其美国供应链及售后服务体系，进入动力工具领域；2018 年公司收购 Lista 欧洲业务，布局专业工具存储箱柜，整合其下游专业工具存储箱柜渠道及客户资源；2020 年至今陆续收购美国商用吸尘器品牌 Shop-Vac、欧洲动力钉枪品牌 BeA、全球领先存储箱柜公司 GeeLong 等品牌业务，强化动力工具、存储箱柜、激光测量工具等品类多元布局，2016-2023 年收入 CAGR 为 17%、归母净利润 CAGR 为 15%。

图表 1 公司当前处于多元化业务发展阶段



资料来源: wind, 公司年报, 公司公告, 招股说明书, 华创证券

公司收购多家百年工具品牌、品牌历史悠久, 产品品类广泛覆盖手动/机修工具、存储箱柜、电动/气动工具、激光测量、专业吸尘等:

- 收购品牌历史悠久, 实现 ODM 转型 OBM。如 SK 成立于 1914 年、生产 3000 多种手工工具产品; 美国手动、电动射钉枪和耗材百年品牌 ARROW 创立于 1929 年, 在美国大型连锁超市和工业领域拥有近 60%和 38%的市场份额, 是目前少数依然坚持美国品牌美国制造的工具公司; 1885 年成立的 Goldblatt 生产高品质石工、泥工工具。
- 工具品类产品矩阵完整, 主要应用于家庭 DIY、汽修及工程建设领域。经过 2010 年至今数次收并购, 产品包括 ARROW、Lista、Prime-Line、SK 等多个知名品牌, 业务完整布局手工工具、电动工具、激光测量、存储箱柜等多品类, 下游应用场景主要为欧美消费者家庭装修 DIY、汽修机修以及工程施工测量。

图表 2 公司产品类型覆盖各品类工具

产品类型	手工工具/汽修工具	电动/气动/园林工具	激光测量/激光雷达	箱柜存储设备	专业吸尘设备
代表品牌	WORKPRO SK Goldblatt DuraTech	ARROW BeA	PREXISO OLEI	LISTA	shop-vac
应用场景	DIY 维修、汽修等	建筑施工、园林维护等	工程测绘、建筑施工等	工业存储货架	商用干湿吸尘
产品图示					

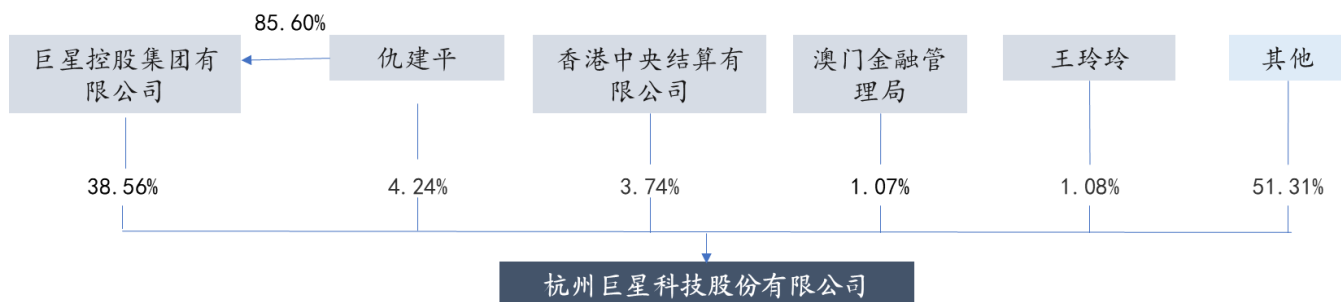
资料来源：公司官网，华创证券

(二) 公司治理：股权结构清晰，高管长期深耕

公司股权结构稳定、集中度较高，截止 24Q1 创始人夫妇合计持股 38.3%，高层管理人员经验丰富：

- 公司股权架构清晰稳定，创始人仇建平为实控人。截至 24Q1，公司最大股东巨星控股持股 38.56%，创始人兼董事长仇建平持股巨星控股 85.6%，为公司实际控制人；创始人及其妻子王玲玲合计持股公司 38.3%。

图表 3 创始人夫妇合计持股 38.3%



资料来源：wind，华创证券

- 创始人仇建平毕业于西安交通大学机械铸造专业，高管在业务领域均具备丰富经验。创始人早年机械铸造专业毕业、手工工具制造领域专业背景深厚；核心高管团队在公司均深耕数十余年，管理经验丰富、核心团队稳定、凝聚力高。

图表 4 高层管理人员简介

序号	姓名	性别	年龄	职务	主要职责	23 年末持股数 (百万股)	占总股本 比例
1	仇建平	男	62	董事长	1985 年毕业于西安交通大学机械铸造专业，任公司董事长、总裁	51	4.2%
2	池晓蓓	女	49	副董事长、总裁	大专学历，任公司副董事长、总裁	0.73	0.1%

3	王玲玲	女	62	董事、副总裁	本科学历，任公司董事、副总裁	13	1.1%
4	李政	男	64	董事、副总裁	大专学历，任公司董事、副总裁	0.68	0.1%
5	徐箐	女	40	董事	本科学历，2008年至今，任巨星控股董事长秘书；2011年至今，任杭叉集团董事长	0	0%
6	倪淑一	女	47	财务总监	本科学历，2008年至今，任公司财务总监	0	0%
7	王警	男	52	副总裁	大专学历，任公司副总裁，负责公司产品采购业务	0.76	0.1%
8	李锋	男	49	副总裁	大专学历，任公司副总裁，负责公司产品对外销售业务	0.85	0.1%
9	周思远	男	37	董秘	研究生学历，2018年1月至今，任公司董事会秘书	0.65	0.1%
10	蒋赛萍	女	52	副总裁	本科学历，2022年5月至今，任公司副总裁，负责公司自有品牌和大客户业务	0	0%
11	张茅	女	44	副总裁	本科学历，2021年5月至2022年1月，任杭州巨星科技股份有限公司国际电商部高级总监。2022年1月至今，任公司副总裁，负责公司国际电商业务	0.003	0.0002%
12	周怡琼	女	52	副总裁	本科学历，2002年7月至2023年1月，任 Home Depot 亚太采购 Senior Sourcing Manager。2023年9月至今，任公司副总裁	0	0%

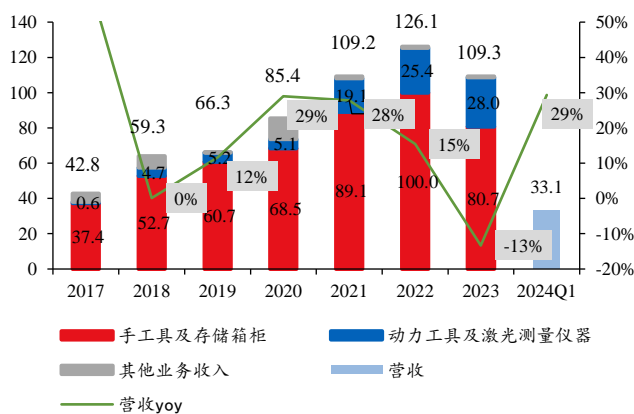
资料来源：公司年报，华创证券

### （三）公司业绩：规模盈利稳中有升

公司营收稳健，手工具及存储柜业务贡献主要收入体量；23年海运费下降及汇率贬值影响下，毛利率和净利率显著提升：

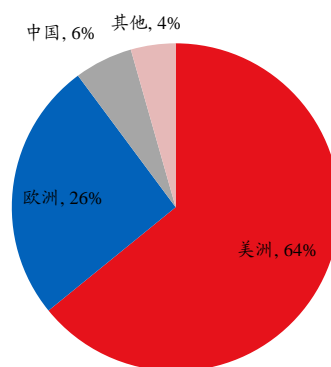
- 24Q1 营收 33.1 亿同比增长 29%，经历 23 年渠道库存去化后公司订单及收入明显修复。23 年营收 109 亿、同比下滑 13%；其中手工具及存储柜收入 80.7 亿、占比 74%，美洲区域收入 69.7 亿、占比 64%。

图表 5 23 年手工具及存储柜收入 80.7 亿占比 74%



资料来源：wind，华创证券

图表 6 23 年美洲区域收入 69.7 亿占比 64%

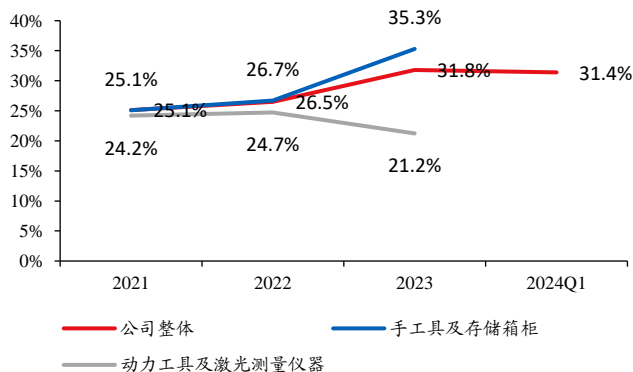


资料来源：公司年报，华创证券

- 23 年海运费下降、汇率贬值正向影响盈利能力，24Q1 归母净利润 4.1 亿元、同比提升 37%。23 年手工具及存储柜毛利率 35.3%、同比提升 8.6pct，主要系产品结构及汇率贬值影响，动力工具及激光测量仪器 23 年毛利率 21.2%、同比-3.5pct。公司出口占比较高，期间、财务费用率主要受汇率影响波动，23 年净利率 15.5%，在手工

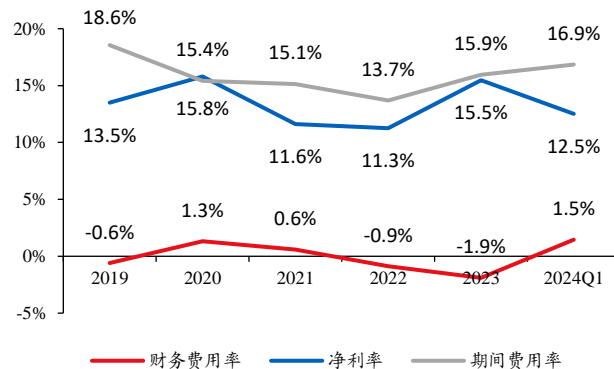
具及存储柜毛利率提升下显著修复，同比提升 4.2pct。

图表 7 23 年手工具及存储柜毛利率显著提升



资料来源：公司年报、季报，华创证券

图表 8 公司期间及财务费用率受汇率影响波动



资料来源：wind，华创证券

## 二、核心优势：品类扩张全球布局，打破下游渠道壁垒

多年积淀的供应链管理、并购整合及渠道壁垒，构建公司手工具→激光测量工具→存储箱柜→动力工具品类持续扩张底层能力；中国向全球的产能转移，是公司布局下一阶段长远发展的必由之路。在展开公司核心能力之前，我们先从产业链视角切入，试图理解这一产业链的关键壁垒：

- 工具产业链价值比重从上游到下游递增，越接近下游市场集中度越高。上游：市场集中度低，代工厂毛利占比仅 2%。主要为原材料厂商，钢、铜、铝及锂电池等，五金件厂商以 OEM 形式完成产品初级加工；中游：电动工具/锂电 OPE/手工具 CR3 48%/42%/19%，ODM/品牌商毛利占比 8%/20%。电动工具由于产品创新价值更高，品牌商集中度及盈利更高；手工具产品具有明显长尾低价值属性。下游：北美家装零售商 CR3 接近 60%，毛利占比 34%。零售商产业链中话语权较强，价值比重占比最高。
- 不论集中度或利润占比，都证明这一产业链是下游主导而上中游零散长尾，通常说作为制造品牌端是弱势一方。但巨星正是切入在此，整合长尾需求分散至外协小工厂以保障自身收益并降低风险，且自身不断拓展收购、研发、完善利基覆盖，形成品牌层的集中度与性价比。而这种统筹也进一步绑定下游渠道，乃至打破渠道商壁垒，保障全域需求稳定，以此上下两端形成良性循环。
- 公司生产制造外协为主，通过上游 OEM 工厂，转移低附加值制造部分，以 ODM 形式提升价值；ODM 转型 OBM 过程中，公司以收购区域性工具品牌为主，收购后整合产品制造及渠道品牌资源，向产业链下游延伸实现价值提升。
- 公司为下游客户提供中国 OEM 制造+ODM 产品设计的一揽子解决方案，与下游零售商客户建立长期强粘性关系，并在收购品牌过程中不断深化；通过全球产能布局转移制造产业链，规避中美贸易摩擦，降低关税等摩擦成本。

图表 9 公司通过纵向延伸提升产业链价值



资料来源: Frost & Sullivan 《Global Power Tool and Outdoor Power Equipment Market》, 转引自泉峰控股招股书, 弗若斯特沙利文公众号, JIonline, 公司业绩交流材料, 华创证券整理

(一) 收购整合驱动品类扩张内生增长

公司并购整合国际品牌能力强, 在 ODM 转型 OBM 过程中, 主要通过收并购方式发展自主品牌, 收购后整合品牌相应制造和市场渠道资源, 形成全球化品牌配置能力:

- 2010 年开始, 公司主要通过收购整合区域性国际品牌方式, 整合形成辐射全球的产品制造及市场渠道能力, 复用不同品牌在欧美当地生产制造、市场渠道等资源, 强化品牌终端销售, 如 2017 年公司收购美国知名电动钉枪公司 ARROW 后, 整合其美国市场生产制造、仓储物流及渠道资源, 强化公司对北美客户的本土服务能力。
- 通过收购区域性工具品牌, 进一步提升与大型零售商合作粘性。在通过收购转型 OBM 前, 公司以提供一揽子中国制造优势解决方案, 为下游大型零售商 ODM 代工; 公司收购的区域性工具品牌, 原本大多就在 HomeDepot、Lowe's 等零售渠道销售, 公司收购后进一步强化了与大型零售商合作粘性。

图表 10 公司通过并购整合细分领域品牌外延能力

序号	收购品牌	品牌简介	成立时间	区域	产品	收购时间	收购对价	收购目的及对公司影响
1	Glodblatt	抹泥工具百年品牌	1885	北美	抹泥工具	2010	130 万美元	扩大销售市场领域, 提高自有品牌产品份额
2	PT	世界领先高端激光测量仪器品牌	/	欧洲	激光测量工具	2016	2268.6 万欧元	整合激光智能工具产品链, 进入建筑工程测绘领域, 发展工业级客户

3	ARROW	<u>60%美国大型连锁超市/38%工业领域份额</u>	1929	北美	手动、电动射钉枪	2017	1.25 亿美元	<u>在美国建立完整生产、仓储、零售体系</u> ，全面实现对北美客户本土化服务
4	LISTA	<u>欧洲专业工作存储14%市占率居同类产品第一</u>	1945	欧洲	工业存储箱柜	2018	1.85 亿欧元 士法郎	<u>拓展欧洲生产基地</u> ，加强国际化生产能力
5	PRIME-LINE	<u>北美最大门窗可替换五金件供应商</u>	1978	北美	门窗五金	2019	1.67 亿元	建立美国西海岸仓储售后服务基地， <u>加强对北美市场服务能力</u>
6	Shop-Vac	<u>北美商用吸尘器知名品牌商和制造商</u>	1965	北美	专业吸尘设备	2020	4186 万美元	<u>获得电动工具产品必须的马达电机相关技术</u> ，切入电动工具领域
7	BeA	<u>欧洲气动钉枪约22%市占率第一</u>	1910	欧洲	气动钉枪	2021	2790 万欧元	赋能公司会长期投入和 <u>发展动力工具产品</u> ，丰富公司产品线
8	GEELONG	<u>全球领先的存储箱柜公司</u>	1993	北美	存储箱柜	2021	1.28 亿美元	提高公司全球存储箱柜业务的市场份额
9	TESA	<u>全球前2的μ级高精度测量工具品牌</u>	1941	欧洲	测量工具	2023	不超过4000 万欧元	布局机器人零部件加工必须的μ级高精度测量工具

资料来源：公司公告，公司年报，公司官网，华创证券

欧美工具品类包含 18 大类，公司通过收并购整合，从手工具→激光测量工具→存储箱柜→动力工具等品类延展，但当前业务布局涉及其中 8 类，电动工具品类纵向成长性及其他工具品类横向延展性仍有广阔成长空间。欧美将工具品类分类为电动工具、工具箱柜、气动工具、手工具、测量工具等 18 大类，公司当前主要布局手工具及存储箱柜、测量工具及电动工具，23 年收入占比分别为 74%、26%。

图表 11 巨星当前主要布局 18 大工具品类中的 8 类

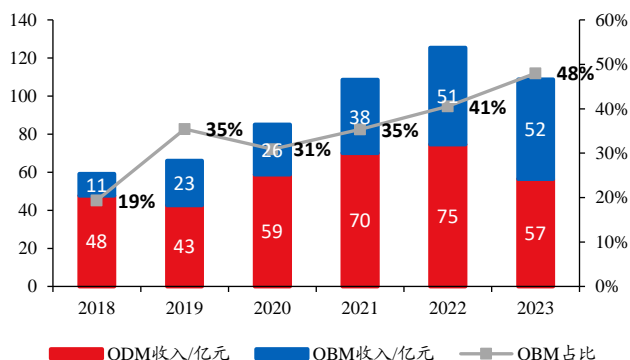


资料来源：lowes 官网，华创证券

收购整合转型效果显著，23 年 OBM 收入占比提升至 48%。公司多年来收购整合区域性

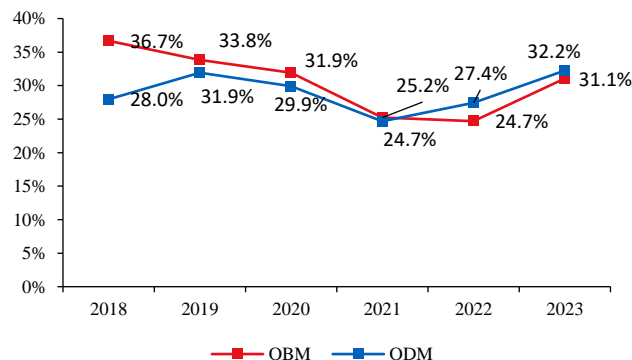
工具品牌转型 OBM, 2018-2023 年 OBM 收入 CAGR 达到 35%, 23 年 OBM 收入 52 亿、占比提升至 48%。毛利率方面, 公司当前 OBM 收入仍处于抢占市场份额阶段, 23 年毛利率 31.1%, 略低于 ODM 毛利率的 32.2%。我们预计公司 OBM 收入仍将保持快速成长, 为公司营收贡献持续增量。

图表 12 23 年 OBM 收入比重提升至 48%



资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 13 23 年 OBM 毛利率略低于 ODM



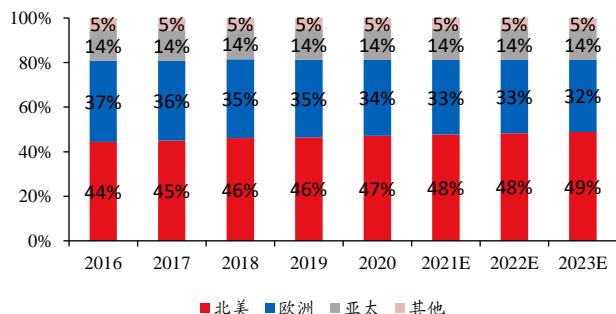
资料来源: 公司年报, 华创证券

## (二) 突破产业链渠道壁垒, 渠道高粘性强复用

零售商产业链话语权强, 渠道壁垒深厚。北美深度绑定 HomeDepot、Lowe's 两大核心 KA, 欧洲进入多家经销渠道:

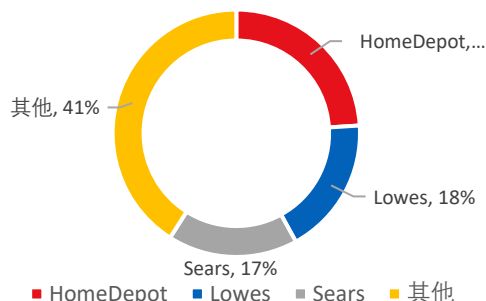
- 公司依靠多年来与两大龙头零售商代工合作形成高度客户粘性, 公司多个自主品牌同时入驻 HomeDepot 和 Lowe's, 突破大型零售商对品牌渠道排他性。北美两大龙头零售商 HomeDepot 及 Lowe's 在手工具销额份额分别达到 24%、18%, 线下货架空间有限、品牌格局稳固, 新入局者难以短期突破。电动工具龙头创科实业绑定 HomeDepot, 锂电 OPE 龙头泉峰控股绑定 Lowe's, 泾渭分明。但公司自主品牌 ARROW 同时入驻 HomeDepot 和 Lowe's, 并且同时为两大零售商代工手工具, 突破大型零售商渠道排他性, 与零售商渠道合作粘性对标工具行业龙头史丹利百得。

图表 14 23E 北美占电动工具+OPE 全球销售 49%



资料来源: Frost & Sullivan 《Global Power Tool and Outdoor Power Equipment Market》, 转引自泉峰控股招股书, 华创证券

图表 15 美国手工具零售商 CR3 份额 59%



资料来源: JIconline, 华创证券

图表 16 各公司及品牌在北美两大零售渠道入驻销售情况

公司	品牌	主要产品	HomeDepot	Lowe's
巨星科技	<b>WORKPRO</b>	手工具及套件	✓	✓
巨星科技	<b>ARROW</b>	气动工具	✓	✓
巨星科技	<b>Goldblatt</b> SINCE 1885	泥工工具	✓	
巨星科技	<b>PONY JORGENSEN</b>	木工工具		✓
巨星科技	<b>shop-vac</b>	专业吸尘设备		✓
创科实业	<b>Milwaukee</b>	电动工具, 手工具, OPE	✓	
创科实业	<b>RYOBI</b>	电动工具, 手工具, OPE	✓	
泉峰控股	<b>EGO</b>	OPE		✓
史丹利百得	<b>DEWALT</b>	电动工具, 手工具, OPE	✓	✓
史丹利百得	<b>CRAFTSMAN</b>	电动工具, 手工具, OPE		✓

资料来源: HomeDepot、Lowe's 官网, 华创证券

- 与北美市场相比, 欧洲线下渠道更分散, 公司长期深耕进入多家经销渠道。欧洲市场各国均有其主要渠道商, 市场整体渠道与北美市场相比更加分散, 短时间内整合突破难度较大。公司凭借多年深耕与渠道开拓能力, 已经进入英国 Kingfisher、德国 OBI 和 HORNBAACH、比利时、荷兰 MAXEDA 等大型零售商渠道, 以及德国 HOFFMANN 集团等大型经销渠道。

图表 17 公司下游客户广泛布局全球知名工具品牌及零售商

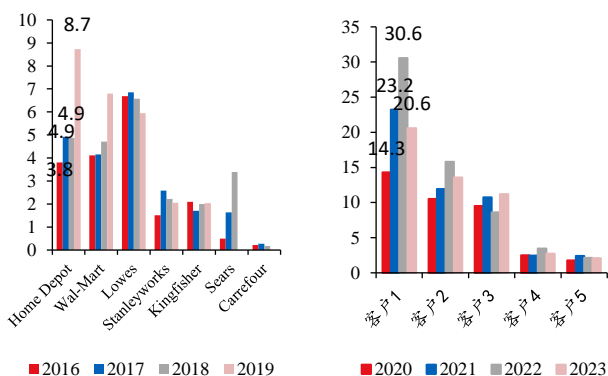
Home Improvement Store	
National Brands	<p>Tool: </p> <p>Laser: </p>
Specialty Retail	
Hardware Retail	
Automotive Store	
Other Retail	
General Merchandise, Food, Drug Retail	
E-Business	

资料来源: 公司年报

2023 年前五大客户收入占比 46%, 避免单一大客户绑定风险。公司为中国工具生产制造能力输出的典型代表, 下游核心客户包括美国国家得宝和劳氏、欧洲 Kingfisher 等大型零售商, 以及 Snap-on、HILTI、DeWALT、Milwaukee 等全球知名工具品牌, 但公司并未单

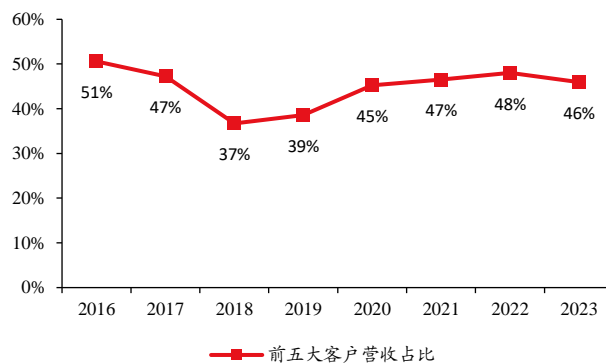
一绑定大客户，2019 年家得宝采购 8.7 亿为公司第一大客户，23 年第一大客户收入 20.6 亿元、占公司营收比例 19%，23 年前五大客户收入占比 46%。

图表 18 23 年公司第一大客户收入 20.6 亿元



资料来源：公司年报，公司公告，华创证券

图表 19 23 年前五大客户营收占比 46%



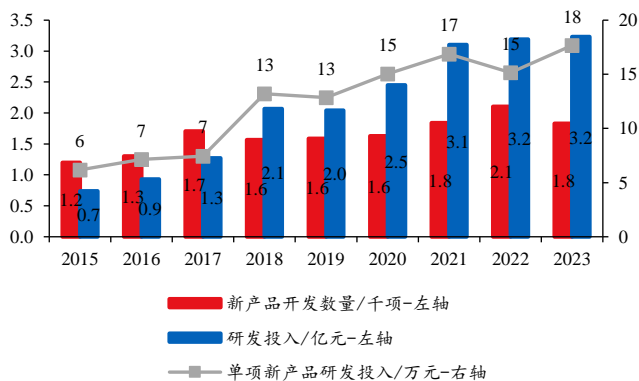
资料来源：公司年报，华创证券

### (三) 全球布局：中国研发，亚洲制造，欧美服务

公司已从中国制造为主的手工具供应商，全面转型为中国研发、全球制造、欧美本土服务的全球五金工具服务商：

- **中国研发：**新品开发和设计能力及时响应下游客户需求，保持品类扩张和市场份额获取能力。23 年公司研发金额投入 3.2 亿元、设计开发新产品 1828 项，单项产品开发投入金额达到 18 万元。23 年公司研发创新刀钳系列、无绳锂电池电动工具、激光水平尺多款新产品，其中锂电池电动工具品类创新，驱动公司获得大型零售商无绳锂电池电动工具和相关零配件订单。

图表 20 公司单项新品开发投入规模呈增长趋势



资料来源：公司年报，华创证券

图表 21 公司创新动力工具获得大型零售商客户订单



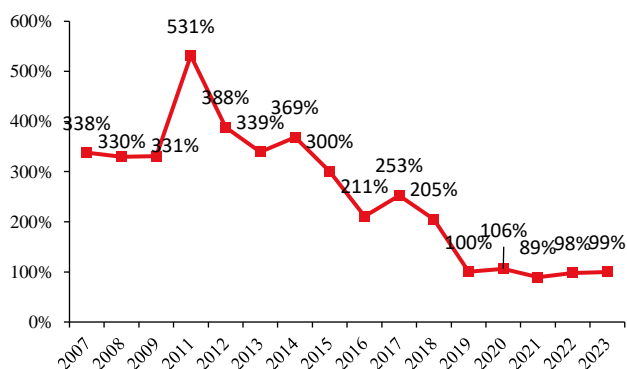
资料来源：公司年报

高效利用上游超百家 OEM 厂商低成本优势，以 ODM 设计提供差异化产品竞争能力，公司高效输出了中国制造成本及工程师红利，为下游客户提供一揽子中国制造解决方案：

- 23 年外协采购金额占销售额比例高达 55%、22 年高达 73%；23 年公司向第一大供应商采购额仅 0.74 亿，以第五大采购商金额 0.46 亿、23 年外协采购金额 59.9 亿计算，公司上游供应商数量预计超过 128 家；手工具产品生产制造附加值低，公司整合上游超百家供方、转移低附加值生产制造部分；统筹供应链转移生产制造成本摊

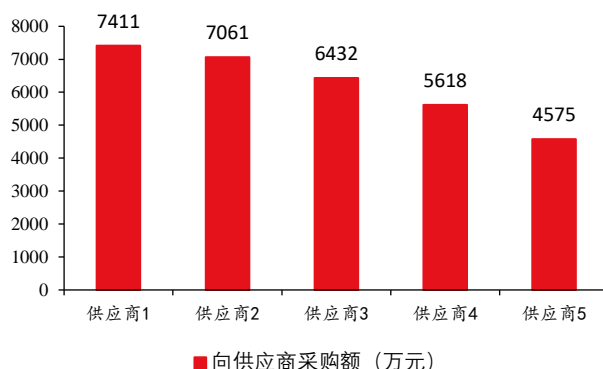
销及产能利用率波动风险，而公司所处环节始终确保订单稳定生产，对下游输出订单稳定生产能力确保规模，而规模效应反向又形成对上游话语权议价能力。

图表 22 公司产销率高以外协生产为主



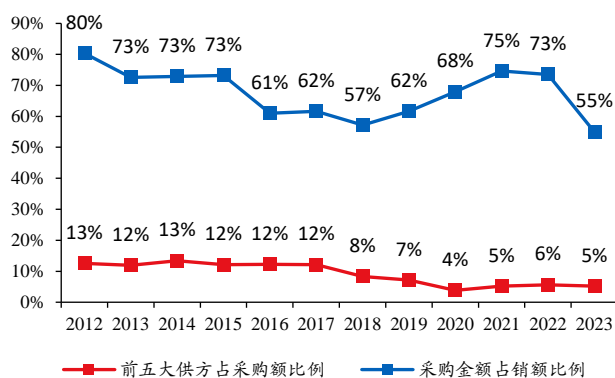
资料来源：公司招股说明书，公司年报，华创证券

图表 23 23 年第一大供应商采购额仅 0.74 亿



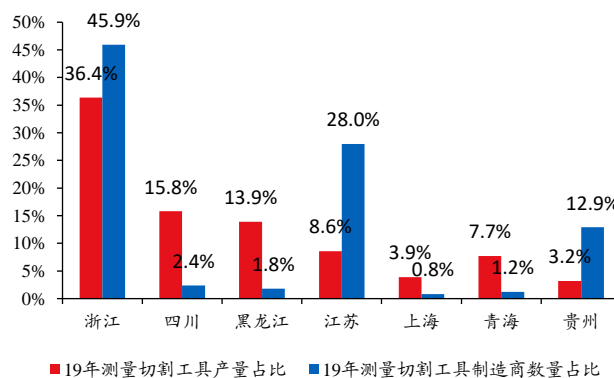
资料来源：公司年报，华创证券

图表 24 整合体外供应链能力强外协采购占比高



资料来源：公司年报，华创证券

图表 25 江浙为我国工具品类产业集聚地



资料来源：弗若斯特沙利文转引自温岭工量刃具招股书，华创证券

中美贸易摩擦以来，对美出口手工具均加征 25% 关税税率。我们预计公司具备一定向下游传导关税成本能力，同时海外产能布局规避部分关税成本。为进一步应对中美贸易摩擦升级风险，公司已经逐步完成亚洲为主的全球化产能布局：

- **23 个生产基地布局全球，海外产能占比超 55%。**公司在中国、欧洲、东南亚、美国分别有 11、6、3、3 个生产制造基地，海外产能合计占比过半；其中，中国生产基地主要分布在浙江、江苏和广东；欧洲生产基地主要为 BeA 和 LISTA，分布在德国、意大利、瑞士等；东南亚生产基地分布在越南、泰国和柬埔寨；美国生产基地主要为 ARROW 和 Shop-Vac，分布在加州、宾州等地。
- **东南亚产能占比超 38%，2025 年将完成对美订单全覆盖。**公司东南亚生产基地分布在越南、泰国和柬埔寨，当前产能占比 38%，24 年下半年公司将启动越南工厂三期、泰国工厂二期及南美工厂一期，2025 年实现对美出口订单全覆盖。
- **海外供应链、售后仓储形成现地化服务能力。**公司收购区域性品牌，海外扩张产能的同时，整合其当地供应链、仓储及售后，不断加强欧美市场现地化服务能力。

图表 26 公司全球 23 个生产制造基地有效满足各地需求



资料来源：公司官网，华创证券

### 三、美国地产零售商库存双底，专业级消费级需求共振

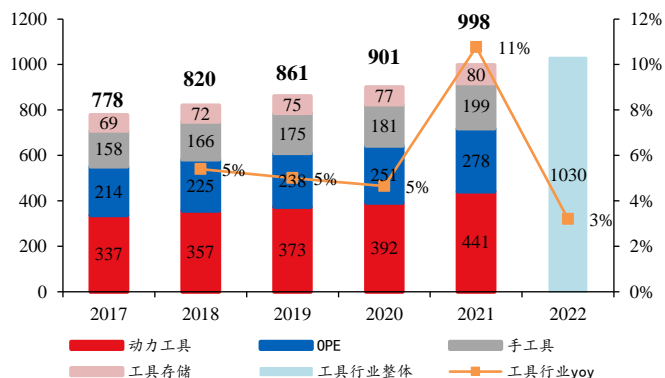
工具行业千亿美元规模，赛道长期保持 GDP+增速。2020-2021 年户外需求刺激及欧美补贴政策影响下，行业需求高增后回落。当前行业或处于美国地产及零售商景气双底，24 年初至今，美国成屋销售显著回暖，大型零售商开始释放补库需求，有望拉动下游工具专业和消费级需求共振。

#### (一) 手工具百亿美元规模，产能集中于中国

工具市场长坡厚雪、22 年全球规模超千亿美元，其中手工具及存储柜约占三成，手工具产品主要包括手动维修工具、刃具、手锯等，工具箱柜用于手工具存储和摆放；我国为手工具主要产能集中地和出口国：

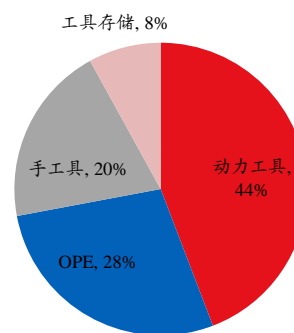
- 22 年全球工具市场规模 1030 亿美元，同比+3%；其中手工具及存储柜占 21 年工具市场规模的 28%。22 年全球工具赛道规模超千亿美元，行业增速稳定、17-22 年 CAGR 为 5.8%，21 年在户外需求及美欧补贴刺激下，行业增速达 11%。工具赛道细分品类包含动力工具、OPE、手工具及存储柜，21 年分别占行业规模的 44%、28%、20%、8%。

图表 27 工具行业 17-22 年 CAGR5.8% (亿美元)



资料来源: 公司年报, Frost &Sullivan 《Global Power Tool and Outdoor Power Equipment Market》, 转引自泉峰控股招股书, 弗若斯特沙利文公众号, 华创证券

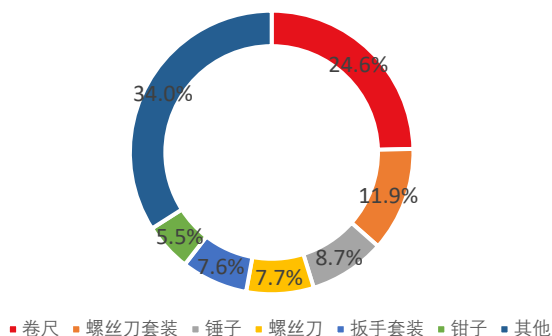
图表 28 21 年手工具及存储占工具行业规模 28%



资料来源: 弗若斯特沙利文公众号, 华创证券

- 手工具产品包含手动维修工具、刃具、手锯、其他手工具等, 单个产品价值量较低, 消费者购买决策优先考虑产品价格及丰富度。根据 Freedonia《US Hand Tools( 2023 )》, 22 年美国手工具市场规模 60-70 亿美金, 截止 22Q1 的 4 个季度, 美国手工具零售需求占比最高的依次是卷尺 (24.6%)、螺丝刀套装 (11.9%), 消费者平均购买价格 29 美元, 购买决策主要考虑产品价格和产品丰富度。

图表 29 截止 22Q1 4 个季度美国手工具产品需求占比



资料来源: TraQline 《What are the best brands and outlets in U.S. Hand Tools & Accessories share? – An infographic》, 华创证券

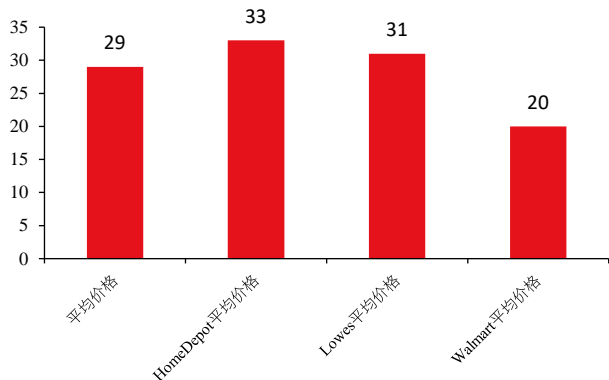
图表 30 手工具产品分类

一级分类	二级分类	三级分类
手动维修工具 (hand service tools)	专用汽车工具	安全气囊展开工具
		分电器夹钳扳手 螺纹扳手 手动和液压汽车千斤顶 消声器凿子和密封件更换器
	扳手、钳子、螺丝刀、锤子	其他手动维修工具
刃具 (edge tools)	油漆和砖石工具	撬、镐、木槌等和其他木工工具
	凿子和刨子	玻璃刀、修补刀、油灰刀等
手锯 (hand saws)	斧子、镑和斧头	
其他手工工具 (other hand tools)	钻子、锉刀、水平仪、卷尺等	
零件和附件 (parts and attachments)	手动工具的修理件等	

资料来源: FreedoniaGroup, 华创证券

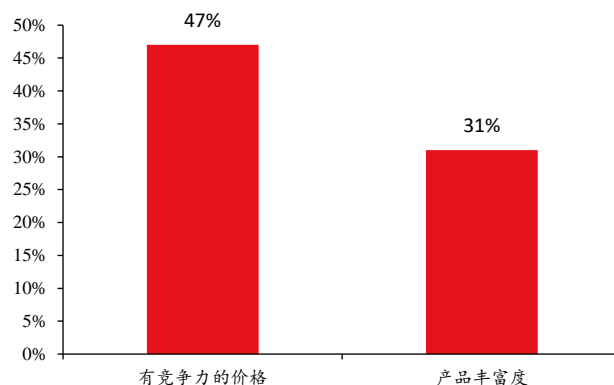
- 此外, 欧美消费者手工具习惯以套件形式存放于工具箱箱柜中, 但日常高频使用过程中容易遗漏丢失, 同时手工具购置成本较低, 因此产品更新替换周期较短, 消费者更新替换需求较为稳定。

图表 31 美国截止 22Q1 四个季度消费者购买手工工具平均价格 (单位: 美元)



资料来源: TraQline 《What are the best brands and outlets in U.S. Hand Tools & Accessories share? – An infographic》, 华创证券

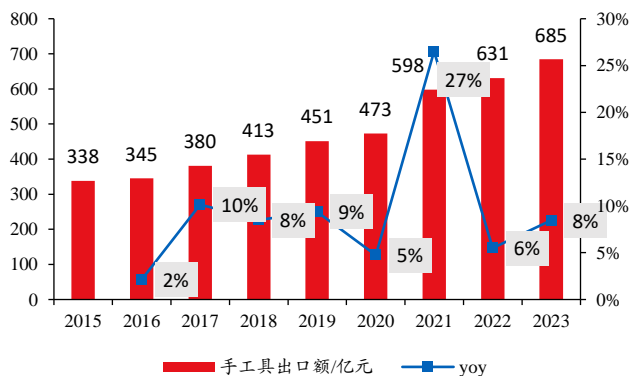
图表 32 美国截止 22Q1 四个季度消费者购买手工工具考虑因素



资料来源: TraQline 《What are the best brands and outlets in U.S. Hand Tools & Accessories share? – An infographic》, 华创证券

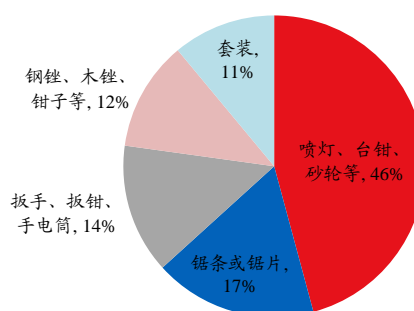
- 我国是全球手工工具产能集中地, 22 年出口手工工具总额 631 亿元, 占全球手工工具市场规模比例超 40%。全球手工工具产能大部分在中国, 23 年我国出口手工工具的出口额 685 亿元中, 喷灯、台钳等占比 46%, 锯条占比 17%, 扳手、扳钳等占比 14%, 铜锉、木锉、钳子等占比 12%, 手工工具套装占比 11%。

图表 33 23 年我国手工工具出口 685 亿元 (+8%)



资料来源: 海关总署, 华创证券

图表 34 23 年我国手工工具各品类出口额占比



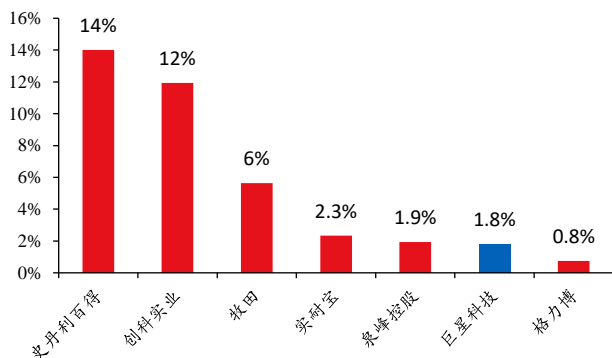
资料来源: 海关总署, 华创证券

## (二) 手工工具全球龙二, 工具全品类空间广阔

公司为全球手工工具及存储柜市场龙二, 但以工具全品类市场份额来看, 公司在电动工具等业务成长空间广阔:

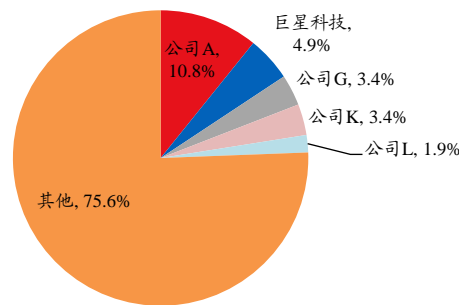
- 公司在全球工具市场份额 1.8% (2022), 手工工具及存储柜市场份额 5% (2021)。以全球工具市场来看, 龙头史丹利百得、创科实业份额分别为 14%、12%, 其份额主要来源于市场规模占比较高的电动工具及 OPE 业务, 22 年巨星在全球工具市场份额为 1.8%, 其份额主要来源于手工工具业务; 全球手工工具及存储柜竞争格局则更为分散, 主要原因为与电动工具相比产品技术门槛较低, 公司为全球龙二, 21 年市场份额 4.9%、仅次于龙头史丹利百得。

图表 35 22 年巨星在全球工具市场份额 1.8%



资料来源：各公司年报，弗若斯特沙利文公众号，wind，华创证券

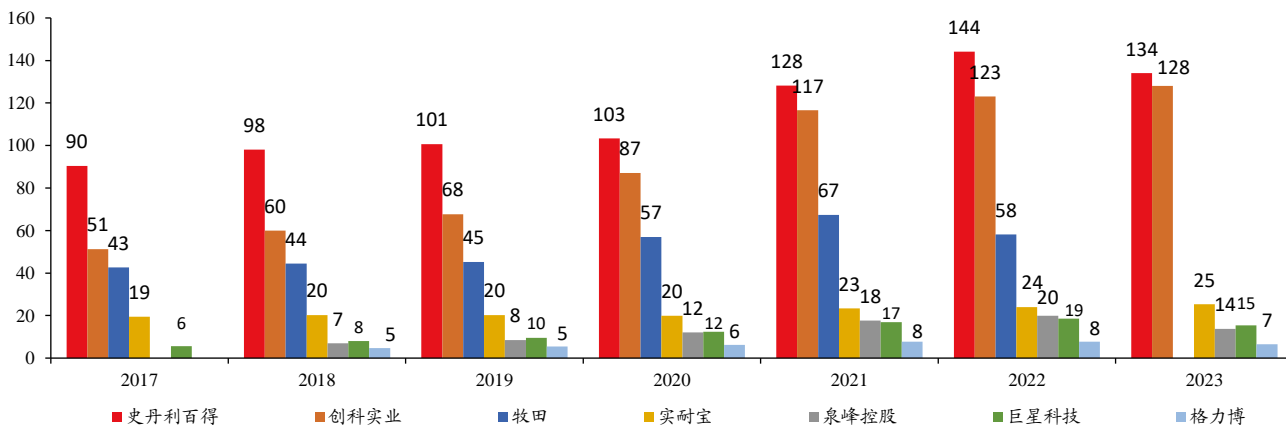
图表 36 21 年巨星全球手工具及存储柜市场份额 5%



资料来源：弗若斯特沙利文公众号，华创证券

- 手工具及存储柜业务为公司核心，电动工具等业务与龙头相比份额空间广阔。全球工具市场龙头为史丹利百得，23 年营收 134 亿美元、其手工具及存储柜业务实现收入 40.2 亿美元；公司当前虽然覆盖工具市场全品类业务，但手工具及存储柜为核心规模贡献业务，电动工具等其他工具业务份额成长空间广阔。

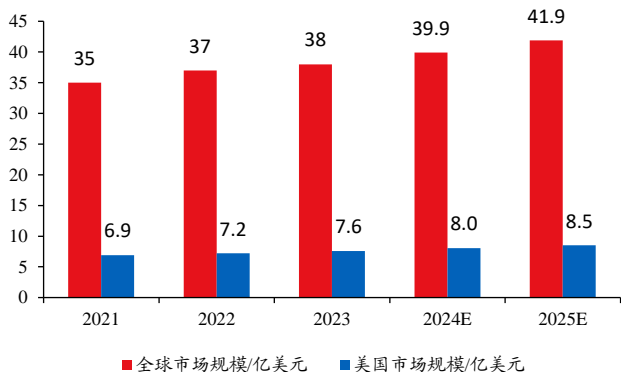
图表 37 与工具行业龙头规模相比公司成长空间广阔 (单位：亿美元)



资料来源：各公司年报，官网，wind，华创证券 (注：汇率取年度均值)

全球激光测量仪器市场规模 38 亿美元，分散竞争格局为公司未来收购品牌提供潜在空间。23 年全球激光测量仪器市场规模 38 亿美元，其中美国市场占 20%；下游需求占比中，建筑工程需求 31% 占比最高，其次为汽修、制造等；激光测量仪器市场竞争格局分散，徕卡、喜利得、史丹利百得等 8 家厂商占 15-20% 份额；公司 2016 年收购 PT 后激光测量仪器业务快速成长，以 2021 年 8.9 亿收入计算、公司全球市场份额约 3.6%。

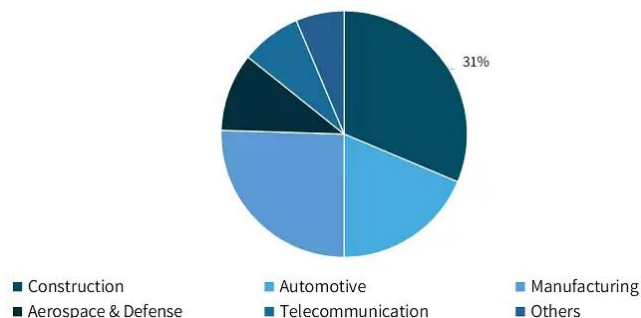
图表 38 23 年全球激光测量仪器市场规模 38 亿美元



资料来源: GMI, 华创证券

图表 39 激光测量仪器中建筑工程需求占比 31%

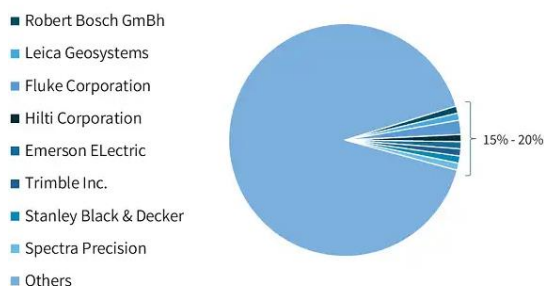
Laser Measuring Instrument Market Revenue Share, By Application, (2023)



资料来源: GMI

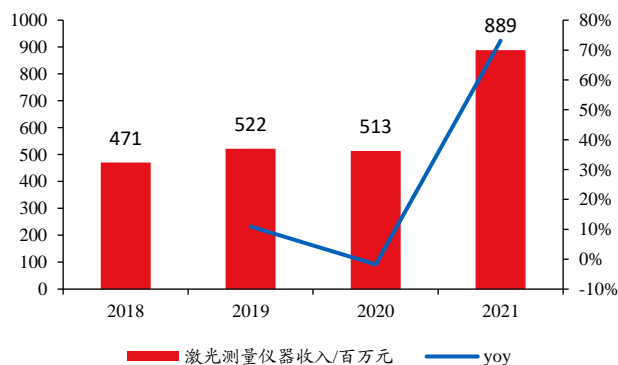
图表 40 全球激光测量仪器市场竞争格局分散

Global Laser Measuring Instrument Company Market Share Analysis, 2023



资料来源: GMI

图表 41 21 年公司激光测量仪器收入 8.9 亿元



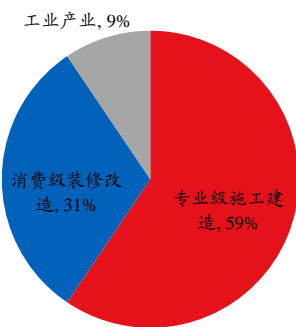
资料来源: 公司年报, 华创证券

### (三) 美国地产筑底回暖, 零售商释放补库需求

工具品类需求按品类可划分为电动/手工具、户外园林工具, 按下场景可划分为专业级和消费级需求; 专业级需求主要为建筑施工、汽修及工业制造, 消费级需求为消费者 DIY 家装需求。因专业级、消费级需求均与房屋建造与修缮相关, 下游需求具有明显地产后周期属性, 24 年初至今美国成屋销售显著回暖, 有望拉动专业级工具进入景气周期; 消费级需求方面, 北美零售商 23 年底库存去化进入尾声后开始补库, 有望释放需求弹性:

- 专业级施工及工业汽修需求占比 68%, 消费级装修改装需求占比 31%。根据史丹利百得 23 年收入拆分, 剔除户外园林工具需求后, 下游专业级施工需求及工业汽修需求分别占比 59%、9%, 消费级装修改造需求占比 31%。此外, 手工具套件在美国具有一定礼品需求属性, 因此美国四季度亚马逊线上大促为零售消费旺季。

图表 42 专业级施工及汽修覆盖下游 68%需求场景



资料来源：Stanley Black & Decker Investor Presentation，华创证券  
(注：23 年史丹利百得收入拆分，剔除户外园林工具)

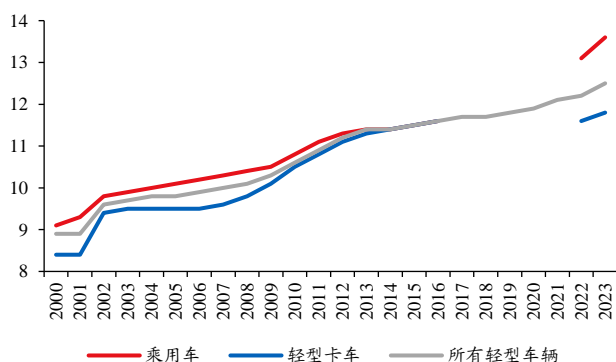
图表 43 工具品类在美国作为礼物赠送



资料来源：RYOBI 官网，公司年报

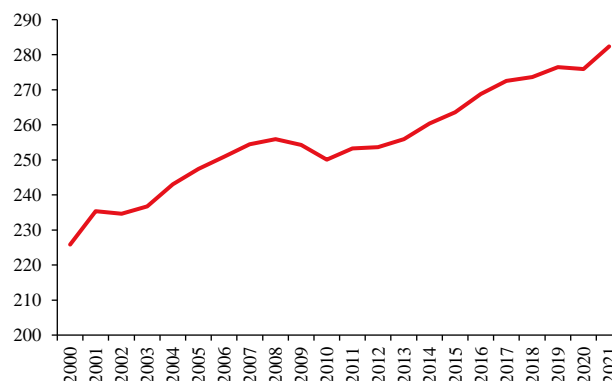
- 另一专业级市场为汽修市场，美国汽车保有量及车龄持续增长，下游手工具需求稳定。23 年美国乘用车、轻型卡车车龄分别为 13.6、11.8 年，21 年汽车保有量达到 2.8 亿辆，逐年增长的汽车保有量及车龄，拉动形成汽修市场稳定的下游手工具需求。

图表 44 美国汽车车龄增长，汽修需求稳定提升



资料来源：Bureau of Transportation，华创证券

图表 45 美国汽车保有量持续增长 (单位: 百万辆)

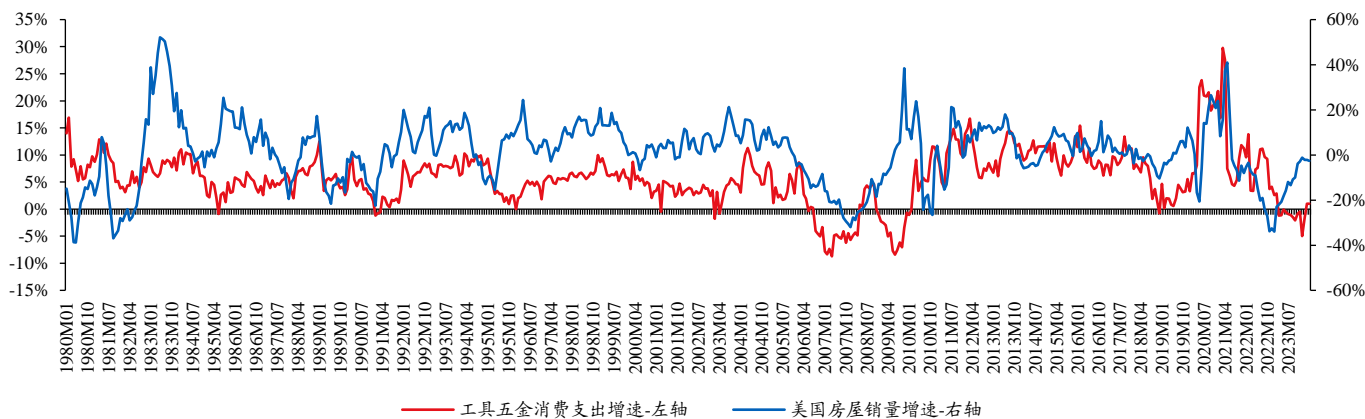


资料来源：Bureau of Transportation，华创证券

美国地产市场 24 年初以来回暖修复，有望拉动手工具市场进入新一轮景气周期。由于房屋施工建造过程中需要使用大量手工具及电动工具，此外欧美人工成本高，欧美人更多自己进行房屋 DIY 装修改装，手工具需求具有较强地产后周期属性：

- 手工具地产后周期属性明显，美国工具五金消费支出增速滞后于房屋销量增长，23 年 2 月开始美国地产销售降幅逐月收窄。美国工具五金品类消费支出增速滞后于地产修复，下游专业级施工及装修改装分别对应新屋销售和成屋销售，手工具需求具有明显地产后周期属性。23 年 2 月开始美国房屋销量增速降幅逐月收窄，24 年 4 月美国房屋销量同比-3%、降幅较 23 年同期收窄 19%，我们预计伴随美国地产筑底后进入修复周期，手工具品类需求将逐渐修复。

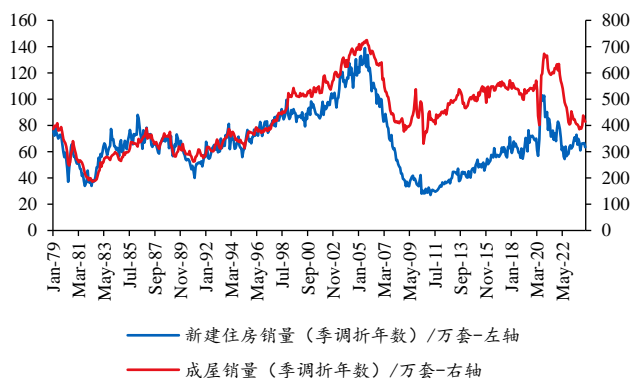
图表 46 美国工具五金消费支出与房屋销量相关性强



资料来源: BEA, wind, Bloomberg, 华创证券

- 美国成屋销售 24 年初开始回暖,当前较低的库销比水平可支撑房屋销售继续增长。2024 年 4 月美国成屋、新屋销售 414、63 万套,同比分别-8、-5 万套,成屋销售同比降幅收窄(24 年 3 月同比-13 万套),美国房地产市场熊短牛长,成屋及新屋销售自 2010 年开始经历长达 10 年上涨趋势后回落,成屋销售 2023Q4 开始企稳修复;24 年 4 月美国成屋可供销售月数 3.5 月,处于较低库销比位置,我们预计当前低库存水平下美国成屋销售将保持修复回暖趋势,进而拉动专业级施工手工具需求修复。

图表 47 24 年美国成屋/新屋销量开始回暖



资料来源: wind, Bloomberg, 华创证券

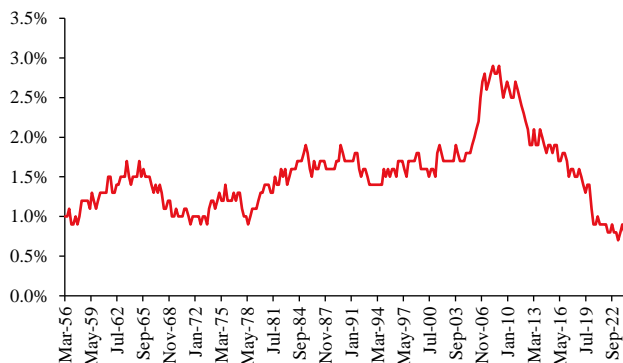
图表 48 美国成屋库销比较低,新房库销比高



资料来源: wind, 华创证券

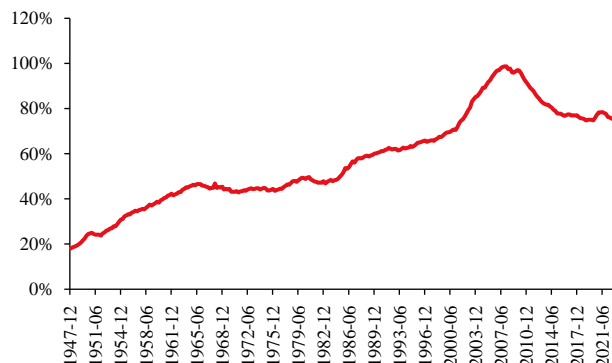
- 美国自住房空置率及居民部门杠杆率较低,需求端形成房屋回暖有效支撑。供给端成屋库存较低、销量回暖,需求端亦对美国地产修复形成有效支撑。2024 年 4 月美国房屋空置率仅 0.8%、处于历史 0.3% 的极低分位水平,反映美国房屋需求旺盛,美国住房自有率也处于 69% 分位水平;从居民部门杠杆率水平来看,23 年 9 月居民杠杆率 73%、较历史峰值低 26%,居民部门杠杆率伴随地产修复仍有提升空间。

图表 49 美国自住房屋空置率处于历史 0.3%分位水平



资料来源: wind, 华创证券

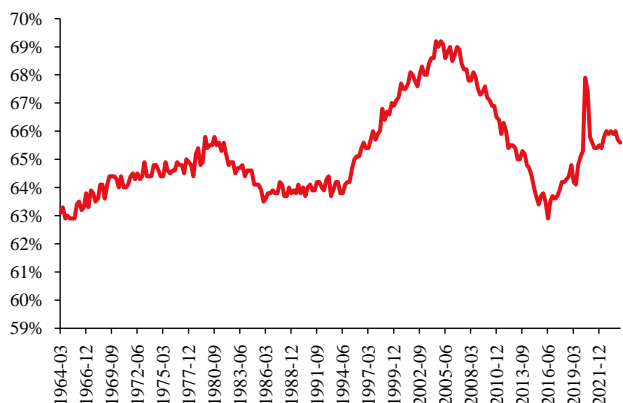
图表 50 美国居民部门杠杆率较历史峰值低 26%



资料来源: wind, 华创证券

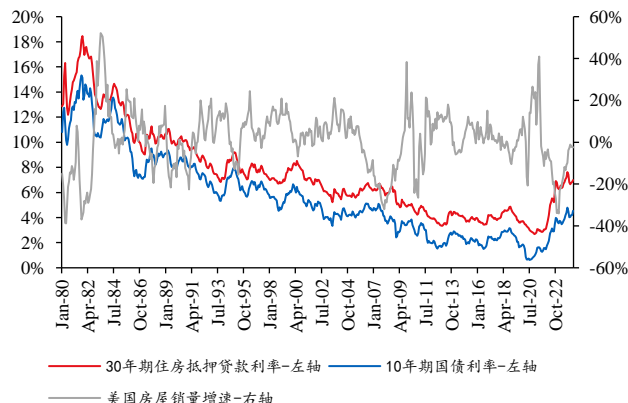
- 成屋销量与抵押贷款利率呈明显负相关性，关注美联储降息预期影响。从利率传导机制来看，美联储操作联邦基金利率影响国债利率、进而影响 30 年期住房抵押贷款利率；从 30 年期抵押贷款利率及美国房屋销量增速走势来看，住房抵押贷款利率与房屋销量增速呈明显负相关性，美联储降息影响居民抵押贷款成本和美国地产销量预期，进而传导至房地产后周期手工具品类消费需求。

图表 51 美国住房自有率处于历史 69%分位水平



资料来源: wind, 华创证券

图表 52 美国房屋销量增速与抵押贷款利率负相关性

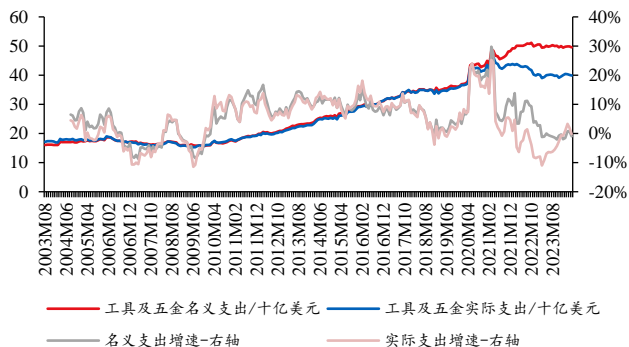


资料来源: FRED, wind, 华创证券

美国手工具消费需求稳定复苏，下游零售商库存去化基本结束，库销比回落至合理水平，但零售需求还没有形成趋势性上涨，行业有望开启新一轮繁荣周期：

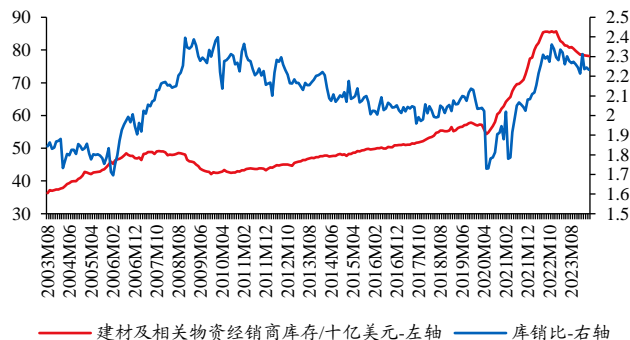
- 美国过去 20 年手工具消费长期增速中枢约 5%，经历 23 年行业需求下行后，当前消费需求已经企稳复苏。但从工具五金名义、实际消费支出来看，2020 年开始名义支出显著高于实际支出，即当前工具五金消费通胀水平处于历史高位。
- 下游零售商库存去化告一段落，当前处于补库弱修复阶段。工具品牌商同时受零售需求景气度及下游零售商库存周期影响。20-21 年美国工具五金消费支出增速最高达 30%，需求回落后家得宝等主要零售商进入库存去化周期，以美国建材及相关经销商库存水平来看，此轮库存去化始于 23 年 1 月，24 年 5 月库销比 2.2 回落至 22 年 5 月水平。

图表 53 美国工具消费需求企稳修复



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 54 22 年开始的商超库存去化基本结束



资料来源: Bloomberg, 华创证券

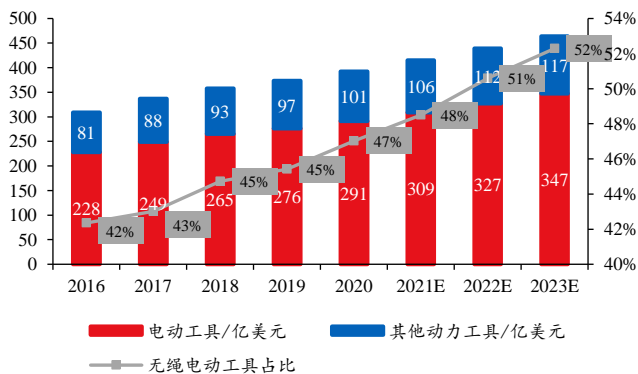
#### 四、动力工具构筑远期成长曲线

电动工具行业，锂电技术创新主导过去 10 年行业快速发展，以创科实业为代表的龙头依靠锂电技术创新及中国供应链成本优势，快速在窗口期抢占市场份额；公司起步于手工具 ODM，下游大型零售商，则选择头部电动工具品牌在渠道内销售电动工具，公司难以选择 ODM 转型 OBM 方式快速切入。疫情影响为公司提供进入窗口，公司通过收并购整合动力工具区域性品牌，发挥技术创新能力产品差异化竞争，首先在亚马逊跨境电商渠道快速放量，后续复用线下零售商渠道资源：

##### （一）动力工具规模更大，成长天花板更高

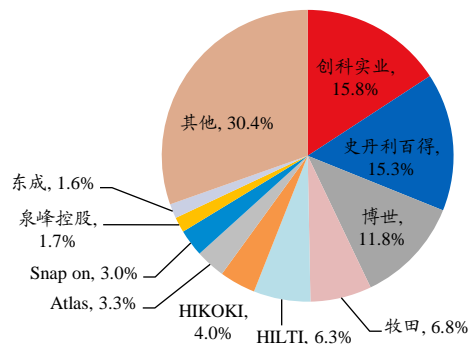
与手工具相比，动力工具市场规模更大，远期成长天花板更高。2020 年全球动力工具市场规模 392 亿美元，远大于 21 年手工具规模 199 亿美元；与手工具相比，动力工具产品 SKU 少、单价高，近 10 年经历技术创新下锂电渗透率快速提升，2023 年无绳电动工具占电动工具市场规模比例预计达到 52%；2020 年全球动力工具 CR3 为 43%、较手工具 CR3 19.1% 市场集中度更高、份额集中于头部创科实业、史丹利百得等龙头。

图表 55 全球动力工具较手工具市场规模更大



资料来源: Frost & Sullivan 《Global Power Tool and Outdoor Power Equipment Market》，转引自泉峰控股招股书，华创证券

图表 56 全球动力工具市场竞争格局较手工具更集中



资料来源: Frost & Sullivan 《Global Power Tool and Outdoor Power Equipment Market》，转引自泉峰控股招股书，华创证券（注：2020 年）

**（二）收购整合区域品牌，疫情窗口期切入**

2020年疫情影响下部分区域性专用动力工具品牌资金断裂，公司通过收购整合OBM品牌形式切入动力工具赛道。2020年疫情影响下，Shop-Vac、BeA等专用电动工具品牌受疫情冲击资金流断裂，公司完成收并购后切入动力工具赛道，并快速迭代推新20V锂电工具品线，21年作为动力工具元年，实现销售收入10.2亿元，同比增长454%；2022-2024年连续3年获得美国大型零售商动力工具采购确认订单，年化合计金额超8500万美元。

图表 57 公司动力工具业务近年取得快速进展

序号	年份	动力工具业务进展
1	2020	Shop-Vac、BeA等专用电动工具品牌受疫情冲击资金流断裂，公司跨过OEM和ODM阶段， <u>通过收购以OBM形式直接进入动力工具领域战略窗口期</u>
2	2021	产品：以电动吸尘器和动力钉枪为核心， <u>推出全新20V平台全品类锂电池电动工具品线</u> ； 线下：年初完成电动吸尘器产能布局和优化，下半年恢复北美产品销售；6月完成收购BeA资产后恢复欧洲动力钉枪产能和订单； 线上：推出全系列电动工具产品，全新锂电池产品一度出现断货情形； <u>2021年为公司动力工具元年，实现销售收入10.2亿元，同比增长454%</u> 。
3	2022	<u>取得美国某大型零售商12V动力工具订单</u> ，采购范围为未来3年北美2000家左右门店，预计 <u>订单金额为每年不少于1500万美元</u>
4	2023	<u>取得美国某大型零售商电动工具采购确认</u> ，采购范围为未来3年北美数千家门店，预计 <u>订单金额为每年不少于4000万美元</u>
5	2024	<u>取得来自美国某大型零售商20V电动工具采购确认</u> ，采购范围为未来3年北美数千家门店，预计 <u>订单金额为每年不少于3000万美元</u>

资料来源：公司年报，公司公告，华创证券

**（三）小型产品差异竞争，线下渠道复用性强**

产品方面，公司以小型化DIY产品、绑定手工工具套件，发挥性价比优势差异化竞争。创科实业、史丹利百得等龙头在电动工具品牌有高中低端完整品牌布局，公司自主品牌WorkPro销售小型化DIY电动工具同时绑定157件手工工具销售，Duratech对标Craftsman、RYOBI等DIY品牌，以性价比为核心卖点差异化竞争；对比Craftsman产品，转速及电池容量更优，但售价40美元、较Craftsman低42%。

图表 58 公司无绳电钻以性价比及手工工具套件组合销售方式差异化竞争

序号	公司	品牌	图示	价格/美元	转速	扭矩档位	最大扭矩	电池	重量/磅
1	巨星科技	WorkPro		110	0-360 0-1300rpm	19	/	20V2Ah	13
2	巨星科技	DURATECH		40	0-400 0-1500rpm	26	350in./lbs.	20V2Ah	8
3	史丹利百得	CRAFTSMAN		69	0-350 0-1500rpm	/	/	20V1.3Ah	4
4	牧田	Makita		140	0-500 0-1900rpm	/	440in./lbs.	18V3Ah	7

5	史丹利百得	DEWALT		86	0-450 0-1500rpm	15	530in./lbs.	20V1.3Ah	4
6	博世	BOSCH		119	0-1900rpm	21	490in./lbs.	18V2Ah	2
7	史丹利百得	BLACK+DECKER		68	/	/	/	12V1.5Ah	7
8	创科实业	RYOBI		70	0-450 0-1750rpm	24	515in./lbs.	18V1.5Ah	3

资料来源：亚马逊官网，华创证券（注：价格统计时间截止 2024.7.15）

**渠道方面，公司首先选择亚马逊线上渠道切入，后续可复用线下零售商渠道资源优势。**公司产品以小型化、性价比为优势，契合线上渠道销售方式，公司首先选择亚马逊渠道快速切入放量。电动工具在锂电技术创新窗口结束后，品牌叠加零售商线下渠道壁垒深厚，但公司多个自主品牌此前已经进入两大零售商渠道，依靠多年来与两大龙头零售商合作粘性，后续电动工具有望复用线下渠道资源快速放量。

## 五、盈利预测

我们预测公司 2024/2025/2026 三年营收增速分别为 27.2%/24.2%/20.8%，归母净利润增速分别为 27.3%/26.0%/21.1%，营收分产品品类拆分预测如下：

- 手工具及存储箱柜：手工具：**经历 2023 年商超库存去化带来的公司订单下滑影响后，2024 年下游商超去库已经阶段性结束，并且释放弱补库需求；美国成屋销售数据边际回暖修复，下半年有望带来行业新一轮需求修复和景气回升。**存储箱柜：**2023 年受客户主动库存去化影响，存储箱柜 ODM 业务销量同比大幅下滑，我们预计伴随零售商补库及公司自主品牌业务成长，后续将实现恢复性增长。综上，假设 2024/2025/2026 手工具及存储箱柜营收增速分别为 21.3%/17.8%/14.7%。
- 动力工具及激光测量仪器：动力工具：**动力工具为公司未来核心增长引擎，2020 年重启动力工具业务后，公司连续 3 年获得美国大型零售商动力工具采购确认订单，年化合计金额超 8500 万美元，并在亚马逊渠道快速增长放量；**激光测量仪器：**2023 年受下游客户库存去化影响全年销售下滑，我们预计伴随行业回暖及公司新品和渠道布局，未来有望实现恢复性增长。综上，假设 2024/2025/2026 动力工具及激光测量仪器营收增速分别为 44.9%/40.1%/33.5%。

**毛利率方面，伴随公司手工具产能转移至东南亚，对美出口关税影响逐渐降低，假设 2024/2025/2026 毛利率分别为 32.4%/32.8%/33.2%。**

**绝对估值：**公司现金流稳定，我们对公司采用 DCF 法估值，名义长期增长率假设 2%，无风险利率为 2.3%，风险溢价为 7.2%，Beta 为 0.95，股东必要报酬率 9.5%，WACC 计算为 9.1%，得到公司 DCF 估值为 33 元/股，对应 24 年 18.4 倍 PE。

**图表 59 收入拆分及盈利预测（单位：亿元）**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收	126.1	109.3	139.1	172.7	208.7
yoy	15.5%	-13.3%	27.2%	24.2%	20.8%
手工具及存储箱柜	100.0	80.7	97.8	115.2	132.1
yoy	12.3%	-19.4%	21.3%	17.8%	14.7%
毛利率	26.7%	35.3%	36.3%	37.1%	37.9%
动力工具及激光测量仪器	25.4	28.0	40.6	56.8	75.9
yoy	33.0%	10.2%	44.9%	40.1%	33.5%
毛利率	24.7%	21.2%	22.7%	23.7%	24.7%
其他业务	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
yoy	-34.1%	-0.3%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利率	65.3%	52.2%	52.2%	52.2%	52.2%
公司毛利率	26.5%	31.8%	32.4%	32.8%	33.2%
归母净利润	14.2	16.9	21.5	27.1	32.9
yoy	11.8%	19.1%	27.3%	26.0%	21.1%

资料来源：公司年报，华创证券预测

**相对估值：**我们选取主营业务同属于工具赛道下的创科实业、泉峰控股、格力博、大叶股份为可比公司，可比公司 2024/2025/2026 平均 PE 分别为 20.1/13.9/10.9，公司 2024/2025/2026 年 PE 分别为 13.6/10.8/8.9，低于可比公司平均 PE，给予“推荐”评级。

**图表 60 可比公司估值**

公司名称	证券代码	收盘价/元	市值/亿元	EPS				P/E			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
格力博	301260.SZ	13.0	63	-1.0	0.6	1.0	1.2	/	20.7	13.5	11.1
大叶股份	300879.SZ	13.7	23	-1.1	0.5	0.9	1.5	/	25.6	14.7	9.4
创科实业	0669.HK	91.4	1746	3.8	4.4	5.0	5.8	24.2	20.9	18.2	15.9
泉峰控股	2285.HK	16.3	85	-0.5	1.2	1.8	2.2	/	13.1	9.3	7.4
可比公司 PE 平均值								24.2	20.1	13.9	10.9
巨星科技	002444.SZ	24.4	293	1.4	1.8	2.3	2.7	17.3	13.6	10.8	8.9

资料来源：wind，华创证券（注：除巨星外其他公司取自 wind 一致预期，数据截止 2024.7.31）

## 六、风险提示

**美国成屋销售不及预期。**上文已论证，手工具具有明显地产后周期属性，其传导机制受宏观经济景气度波动影响，若美国宏观经济指标不及预期，可能影响地产景气度修复不及预期，进而导致公司手工具订单修复不及预期。

**海外需求恢复不及预期。**海外工具行业需求经历繁荣周期后，2023 年行业景气度下行，当前行业景气度基本企稳，并且手工具下游以更新替换为主的需求较为稳定，但若居民消费购买力受宏观景气度影响承压，将导致短期手工具更新替换需求滞后，进而影响公司订单及出货承压。

**下游渠道库存去化不及预期。**以美国为代表的工具零售商，2023 年经历库存去化后当前库存及库销比基本企稳，但零售商补库进度，将受消费景气度修复影响，若海外经济增速放缓承压，将影响下游零售商库存去化及补库进度，进而影响公司业绩。

**中美贸易摩擦带来的关税成本上行风险。**中国出口至美国手工具当前已经加征 25% 关税税率，我们预计公司具备一定向下游传导关税成本能力，同时公司已经布局全球产能以规避部分关税成本；若未来中美贸易摩擦风险升级导致关税成本继续上行，可能导致公司短期承担部分关税成本，进而影响公司业绩。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,179	6,052	7,457	9,284
应收票据	19	18	22	30
应收账款	2,102	2,276	2,898	3,517
预付账款	104	119	145	184
存货	2,569	2,886	3,780	4,465
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	585	920	1,066	1,141
流动资产合计	10,556	12,271	15,367	18,623
其他长期投资	118	118	118	118
长期股权投资	2,951	2,951	2,951	2,951
固定资产	1,727	1,812	1,908	1,975
在建工程	270	308	344	380
无形资产	888	917	947	975
其他非流动资产	3,174	3,188	3,202	3,215
非流动资产合计	9,127	9,293	9,470	9,614
<b>资产合计</b>	<b>19,684</b>	<b>21,563</b>	<b>24,837</b>	<b>28,237</b>
短期借款	1,103	827	552	276
应付票据	18	36	43	43
应付账款	1,567	1,775	2,169	2,558
预收款项	0	0	0	0
合同负债	147	187	233	281
其他应付款	29	29	29	29
一年内到期的非流动负债	978	271	271	271
其他流动负债	390	466	574	692
流动负债合计	4,233	3,592	3,871	4,149
长期借款	1	501	951	1,001
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	438	438	438	438
非流动负债合计	439	939	1,389	1,439
<b>负债合计</b>	<b>4,671</b>	<b>4,531</b>	<b>5,260</b>	<b>5,588</b>
归属母公司所有者权益	14,848	16,882	19,443	22,538
少数股东权益	165	150	134	111
<b>所有者权益合计</b>	<b>15,013</b>	<b>17,033</b>	<b>19,577</b>	<b>22,649</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>19,684</b>	<b>21,563</b>	<b>24,837</b>	<b>28,237</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,126</b>	<b>1,664</b>	<b>1,574</b>	<b>2,404</b>
现金收益	1,758	2,445	3,023	3,586
存货影响	243	-317	-894	-686
经营性应收影响	-155	-165	-626	-642
经营性应付影响	205	225	402	388
其他影响	74	-526	-331	-241
<b>投资活动现金流</b>	<b>-662</b>	<b>-503</b>	<b>-535</b>	<b>-526</b>
资本支出	-620	-475	-503	-490
股权投资	-406	0	0	0
其他长期资产变化	364	-28	-31	-36
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1,232</b>	<b>-288</b>	<b>366</b>	<b>-51</b>
借款增加	-419	-483	174	-226
股利及利息支付	-485	-225	-270	-312
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-327	420	462	487

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>10,930</b>	<b>13,905</b>	<b>17,273</b>	<b>20,871</b>
营业成本	7,454	9,397	11,613	13,949
税金及附加	44	50	63	78
销售费用	851	973	1,175	1,398
管理费用	776	904	1,105	1,336
研发费用	323	375	484	626
财务费用	-208	-36	-35	-65
信用减值损失	-3	-3	-3	-3
资产减值损失	-25	-25	-25	-25
公允价值变动收益	50	50	50	50
投资收益	241	232	263	257
其他收益	38	38	38	38
<b>营业利润</b>	<b>1,997</b>	<b>2,540</b>	<b>3,197</b>	<b>3,871</b>
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	11	11	11	11
<b>利润总额</b>	<b>1,989</b>	<b>2,532</b>	<b>3,189</b>	<b>3,863</b>
所得税	294	374	471	571
<b>净利润</b>	<b>1,695</b>	<b>2,158</b>	<b>2,718</b>	<b>3,292</b>
少数股东损益	3	4	5	6
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,692</b>	<b>2,154</b>	<b>2,713</b>	<b>3,286</b>
NOPLAT	1,518	2,127	2,688	3,237
EPS(摊薄) (元)	1.41	1.79	2.26	2.73

**主要财务比率**

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-13.3%	27.2%	24.2%	20.8%
EBIT 增长率	14.4%	40.1%	26.4%	20.4%
归母净利润增长率	19.2%	27.3%	26.0%	21.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	31.8%	32.4%	32.8%	33.2%
净利率	15.5%	15.5%	15.7%	15.8%
ROE	11.4%	12.8%	14.0%	14.6%
ROIC	16.0%	19.6%	20.4%	20.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	23.7%	21.0%	21.2%	19.8%
债务权益比	16.8%	12.0%	11.3%	8.8%
流动比率	2.5	3.4	4.0	4.5
速动比率	1.9	2.6	3.0	3.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转天数	66	57	54	55
应付账款周转天数	71	64	61	61
存货周转天数	130	104	103	106
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.41	1.79	2.26	2.73
每股经营现金流	1.77	1.38	1.31	2.00
每股净资产	12.35	14.04	16.17	18.74
<b>估值比率</b>				
P/E	17	14	11	9
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	15	11	9	8

## 家电组团队介绍

**组长、首席分析师：秦一超**

浙江大学工学硕士，曾任职于东兴证券、申港证券，2020年加入华创证券研究所。

**高级分析师：田思琦**

上海国家会计学院会计硕士。2020年加入华创证券研究所。

**分析师：樊翼辰**

英国伦敦大学学院理学硕士。2021年加入华创证券研究所。

**分析师：杨家琛**

东南大学工学学士、华东理工大学金融硕士。2022年加入华创证券研究所。

**研究员：伍迪**

美国乔治华盛顿大学金融数学硕士。2021年加入华创证券研究所。

**助理研究员：牛保航**

英国帝国理工学院理学硕士。2023年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	易星	销售经理		yixing@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqui@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹筠	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系

### 基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

### 公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；  
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；  
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间；  
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上；  
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%；  
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编：100033 传真：010-66500801 会议室：010-66500900	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编：518034 传真：0755-82027731 会议室：0755-82828562	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编：200120 传真：021-20572500 会议室：021-20572522