

全球布局+数字转型，内生外延共创明日巨星

——巨星科技深度报告

投资要点

□ 亚洲最大、全球第三大手工具企业，2007-2019年营收/利润 CAGR 约 13%/24%

巨星科技为亚洲最大、全球第三大手工具企业，2019年手工具约占比总营收的77%。公司具有全球化、数字化多种销售渠道，海外营收连续12年占比总营收95%左右，主要销售渠道为家得宝、劳式和沃尔玛等商超。公司通过“内生+外延”助推公司收入/业绩快速扩张，2007-2019年12年营收/利润 CAGR 分别为13%/24%。

□ 工具五金全球市场规模破千亿，北美房产景气周期有望助力公司发展

史丹利百得(2019)预估全球工具及工业存储箱柜市场规模约650亿美元，Technavio 预测2020-2024年 CAGR 约为4%。工具类行业较为分散，海外巨头 CR5 市占率约47%，公司在手工具领域占比约8-10%，较龙头史丹利百得(2019年营收/净利润: 144/9.6亿美元)仍有10个点以上的差距，提升空间大。公司手工具收入增速与成屋市场景气度成正相关，2021年北美地区或迎来新一轮房产景气周期，公司有望持续受益。

□ 并购+全球化+数字化，有望成功复制史丹利百得成长路径

并购:有望加速 OBM 转型，毛利率稳固提升。上市至今先后收购手工具相关业务公司，OBM 占比从10%提升至35%，过去12年毛利率提升近15个百分点；**全球化:**全球建厂，销售分散。主流商超客户集中度逐渐降低，从2016(51%)下降至2019年(39%)3年下降12个百分点；**数字化:**疫情加速渗透，布局初具成效。疫情加速电商渗透率，2020年北美电商零售额占比提升近4%，公司电商营收2019/2020H1 增速50%/100%，初具成效。我们认为公司有望依托三大战略，逐渐复制海外巨头史丹利百得成长路径。

□ 工业存储箱柜+激光雷达+电动工具占比总营收 23%，有望打开新增量空间

工业存储箱柜:全球市场规模近80亿美元，收购 Lista 挺近欧洲，下游覆盖航空、汽车等优质高端客户，与手工具有望实现客户共振；**激光雷达:**深度受益智能汽车发展，预计未来2-3年业务 CAGR 约25-30%；**电动工具:**市场空间约450亿美元，公司收购 Shop-Vac 切入电动工具市场，未来有望类比电动工具龙头创科实业(0669.HK, 市值2000多亿)，使巨星从手工具龙头成长为工具五金龙头。

□ 盈利预测及估值

预计公司2020-2022年归母净利润分别为13/16/19亿元，同比增长48%/21%/18%，对应 P/E 27/22/19X。参考海外同业20-30XP/E，公司作为国内手工具龙头，处于高速发展阶段，给予2021年30X估值，6-12月股价47元/股，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

□ 风险提示

1) 北美房产景气度不及预期；2) 电商渗透不及预期；3) 并购整合不及预期。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	6625	8557	9736	11016
(+/-)	12%	29%	14%	13%
净利润	895	1324	1603	1895
(+/-)	25%	48%	21%	18%
每股收益(元)	0.83	1.23	1.49	1.76
P/E	40	27	22	19
ROE	12%	16%	16%	16%
PB	4.8	4.0	3.4	3.0

评级

买入

上次评级	首次覆盖
当前价格	¥33.11

单季度业绩

元/股

3Q/2020	0.44
2Q/2020	0.42
1Q/2020	0.17
4Q/2019	0.15

分析师: 邱世梁

执业证书号: S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 王华君

执业证书号: S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

联系人: 林子尧

linziyao@stocke.com.cn



相关报告

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计 2020-2022 年营业收入为 86/97/110 亿元，同比增长 29%/ 14%/13%；归母净利润分别为 13/16/19 亿元，同比增长 48%/21%/18%，对应 PE 27/22/19X。

目标价格 47 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 关键假设

1) 预计公司 2021-2025 年持续收购手工具、电动工具、激光雷达、工业存储箱柜等相关标的，逐渐扩大自有品牌占比。

2) 公司持续收购相关标的使自身下游空间逐渐打开，伴随相关标的协同效应提升，手工具市占率（修正）从 8-10%继续提升，逐渐接近第一名史丹利百得（市占率约 26%）。

3) 激光雷达持续获得海外订单，下游智能汽车逐渐开始使用 3D 激光雷达传感器；激光整体产业景气度持续（CAGR10%）。

● 我们与市场的观点的差异

市场担心：巨星已逐渐成长为亚洲第一，世界第三的手工具制造商，未来可通过内生+外延并购相近业务逐渐提升市场份额，但上升空间有限，主营业务未来增速将趋于放缓，边际效应提升。

我们认为：虽然巨星手工具长期将面临天花板受限的问题，但并购方面公司目前在收购手工具相关标的的同时，仍在布局 3D 激光雷达、电动工具、工业存储箱柜等板块。未来该三大板块有望对冲手工具营收占比较高的风险，且新产品间具备良好的协同效应。三大新业务：1) 激光雷达：有望持续受益下游新能源/智能汽车无人驾驶技术持续改进与应用；2) 工业存储箱柜：与手工具相关性强，欧洲巨头 LISTA 为公司提供高端客户资源；3) 电动工具：2019 年市场规模约 450 亿美元，约合手工具+工业存储箱柜（原业务）的两倍市场空间。未来公司有望持续收购电动工具相关企业，市场空间有望逐渐打开。

● 股价上涨的催化因素

1) 电动工具标的持续收购；2) 自有品牌（OBM）营收占比不断提升；3) 业绩报表预告

● 投资风险

1) 北美房产景气度不及预期；2) 电商渗透速度不及预期；3) 并购整合不及预期。

正文目录

1. 国产手工具龙头，2007-2019 年营收 CAGR 约 13%	6
1.1. 巨星科技：手工具行业龙头，主业保持稳健增长.....	6
1.2. 股权比例集中，实控人拥有 42.6% 股权.....	7
1.3. 外延并购资产负债率仍处低位，经营性现金流稳定保障公司成长.....	8
2. 全球市场规模破千亿，房产景气周期助力有望公司发展	9
2.1. 工具类市场空间广阔，龙头企业市占率不断提升.....	9
2.2. 欧美地区为工具类产品主战场，国产工具五金出口金额提升稳健.....	10
2.3. 北美住房成屋迎来新一轮景气周期，工具行业有望持续受益.....	11
3. 外延并购+全球化+数字化有望成功复制海外巨头成长路径	14
3.1. 海外巨头 Stanley：积极推进并购战略，培育自有品牌.....	14
3.2. 巨星科技：仿效海外巨头，并购整合加速品牌建设.....	16
3.3. 全球化：海外业务持续扩张，客户依赖度逐渐下降.....	17
3.4. 数字化：疫情加速电商渗透，电商布局初具成效.....	18
4. 激光+工具箱柜，新产品打开新市场增量空间	21
4.1. 激光测量仪器：预计未来 2-3 年公司业务 CAGR 超 20%.....	21
4.2. 工具存储箱柜：收购工具存储箱柜龙头 LISTA，挺进欧洲.....	23
4.3. 电动工具：收购 Shop-vac，打开电动工具新市场.....	25
5. 增速优于海外巨头，有望逐渐抢占巨头市场份额	26
6. 盈利预测与估值	29
6.1. 各业务增速.....	29
6.2. 短期来看，可采用整体估值法；长期来看，可采用分布估值法.....	30
7. 风险提示	31

图表目录

图 1：巨星科技主营手工具、工业存储箱柜、激光探测器.....	6
图 2：2019 年手工具占比公司总营收的 77%.....	6
图 3：近年来手工具毛利率中枢为 28% 左右，处较高水平.....	6
图 4：2007~2019 年公司营业总收入 CAGR 为 13%.....	7
图 5：2007~2019 年公司归母净利润 CAGR 为 24%.....	7
图 6：公司股权结构清晰，仇建平为实控人，持股约 42.6%.....	7
图 7：公司资产负债率较低，维持在 30% 水平线.....	8
图 8：固定、无形知产支出现金较为稳定，2019 年超 3 亿元.....	8
图 9：2019 年海外工具五金龙头 CR5 占比约 47%.....	9
图 10：巨星科技有望成为世界第二大手工具企业.....	10
图 11：劳式与家得宝两大超市工具五金 2015-2019CAGR 分别为 5%、7%，市场空间提升稳定.....	10

图 12: 工具五金出口金额大幅上升, 2009-2019CAGR 约 12%.....	11
图 13: 2019 年史丹利百得营收有 83%来自住房领域.....	12
图 14: 公司手工具营收增速滞后北美房产增速近 3 个季度.....	12
图 15: 北美成屋销售量持续提升, 库存逐渐下降, 维持较高景气度.....	12
图 16: 北美新建住房销售量持续提升, 进入新一轮房产景气周期.....	13
图 17: 2020 年 6 月起零售库存逐渐下滑, 零售产品需求提升.....	13
图 18: 建材、园林设备及物料销售额不断提升, 下游需求增加明显.....	13
图 19: 五金工具行业三种经营模式.....	14
图 20: 2006-2020 年 Stanley 工具五金及存储营收 CAGR14%.....	15
图 21: 2006-2020 年 Stanley 工具五金及存储利润 CAGR15%.....	15
图 22: Stanley 近 14 年工具及存储占比从 40%分位提升至 70%.....	16
图 23: 2020 年工具及五金占比史丹利百得营收 70%.....	16
图 24: OBM (自有品牌) 建设使巨星科技毛利率稳健提升.....	17
图 25: 巨星科技公司与工厂分布全球, 海外持续扩张.....	17
图 26: 美国市场电商渠道渗透率不断提升.....	19
图 27: 2020 年亚马逊占比美国电商零售 38%.....	19
图 28: 2014-2020 激光器行业市场 CAGR 约 15%.....	21
图 29: 2020 年仪器&传感器占比激光器行业约 9%.....	21
图 30: 未来 L4/L5 车型传感器数量将超过 19 个.....	22
图 31: L2 汽车中传感器+激光设备单车价值量约 80-100 美元.....	22
图 32: LISTA 下游客户分布广泛.....	24
图 33: LISTA 与通润装备收入对比.....	24
图 34: 2019 年 LISTA 净利润增速与通润装备接近.....	24
图 35: 2023 年 LISTA 营收有望达 11 亿元.....	25
图 36: 2023 年 LISTA 毛利率有望接近 44%.....	25
图 37: 2011-2019 巨星营收 CAGR 约 15%.....	26
图 38: 2011-2019 巨星扣非归母净利润 CAGR 约 16%.....	26
图 39: 巨星科技毛利率逐渐提升, 与巨头差距逐渐缩小.....	26
图 40: 巨星科技净利率高于两大巨头.....	26
图 41: 巨星科技期间费用率低于海外巨头.....	27
图 42: 巨星科技研发投入与创科实业相当.....	27
图 43: 2019 年公司存货周转率 4.11, 与海外巨头相仿.....	27
图 44: 公司应收周转率逐年提升, 2019 年达 5.88.....	27
图 45: 员工人数稳健增长, 2011-2019CAGR8%.....	28
图 46: 人均创收逐年提升, 2019 年达 103 万元.....	28
图 47: 人均创利与海外巨头接近, 2019 年人均创利约 13 万元.....	28
图 48: 巨星 ROE 略低于创科实业, 2019 年达 12%.....	28
图 49: 巨星科技营收情况拆分.....	29
表 1: 2019 中国千人汽车拥有量 173 辆, 约为美国的 1/5, 市场提升空间大.....	11
表 2: 1980 年至今 Stanley 与工具主业相关的收购一览.....	15
表 3: 2010-2020 年巨星科技主要并购.....	16
表 4: 巨星科技具备众多优质海外客户.....	18
表 5: 巨星科技主要客户集中度下降至 38%左右.....	18

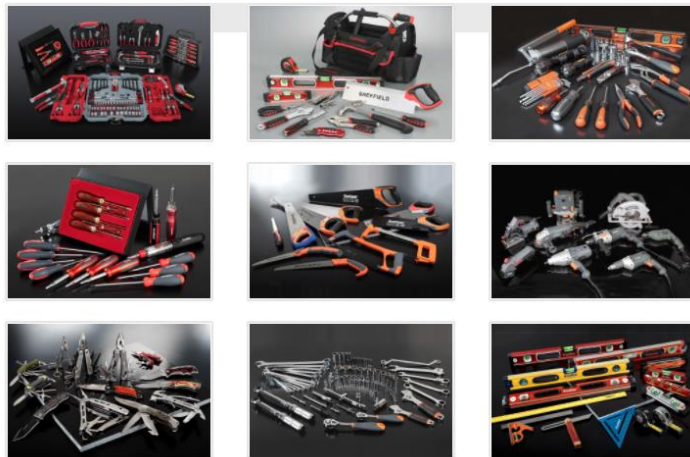
表 6: 巨星科技与主流电商平台均有合作	19
表 7: 公司同类竞品相较同业性价比较高	20
表 8: 公司主要客户对电商收入大增, 有望拉动公司电商端增长.....	20
表 9: 巨星科技积极布局激光量具产业, 目前全球市占率约 0.5%.....	21
表 10: 巨星科技积极布局激光器产业	22
表 11: 造车新势力逐渐开始布局智能汽车领域	23
表 12: 2025 年智能汽车激光+传感器市场规模有望达 25-38 亿美元.....	23
表 13: 整体法: 可比上市公司估值对比	30
表 14: 手工具业务可比上市公司估值	30
表 15: 电动工具业务可比上市公司估值	31
表附录: 三大报表预测值	32

1. 国产手工具龙头，2007-2019 年营收 CAGR 约 13%

1.1. 巨星科技：手工具行业龙头，主业保持稳健增长

巨星科技为亚洲最大、全球第三的手工具企业。公司专业从事于手动工具、激光产品、智能工具等产品研发、生产和销售。主要下游客户为 The Home Depot、劳式、Wal-Mart、L.G Sourcing、Stanley works、Kingfisher 等欧美大型建材五金超市、大型百货连锁超市、全球工业企业工具供应商、欧美专业汽配连锁厂商，具有全球化的销售渠道。

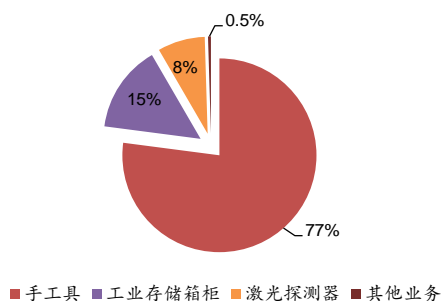
图 1：巨星科技主营手工具、工业存储箱柜、激光探测器



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

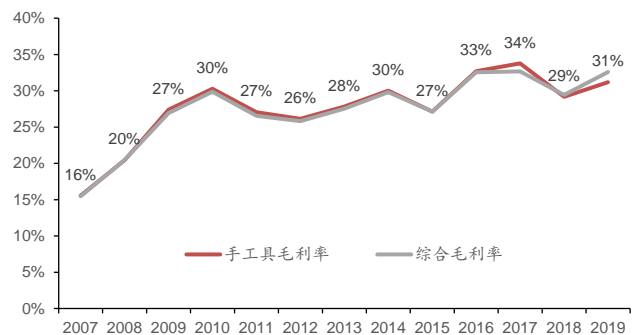
公司主营业务为手工具、工业存储箱柜、激光探测器以及其他业务四大类，2019 年分别占比总营收的 77%、14.6%、7.9%、0.5%，各业务 2019 年毛利率分别为 31%、42%、29%、32%。值得注意的是，公司通过从 OEM(代工生产)到 ODM(贴牌生产)再到 OBM(自有产品)的持续转型，综合毛利率逐渐提升，从 2007 年的 15% 提升至 2019 年的 33%。

图 2：2019 年手工具占比公司总营收的 77%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：近年来手工具毛利率中枢为 28% 左右，处较高水平

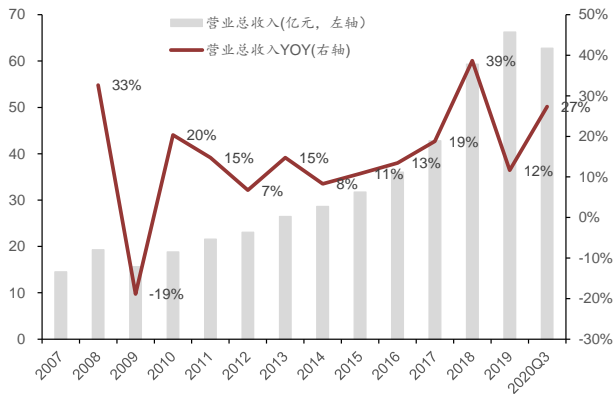


资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司营收与归母净利润受疫情影响仍能保持较高增速。根据公司公告,2020Q3 营收/归母净利润分别为 63/11 亿元,同比增长 27%/50%。

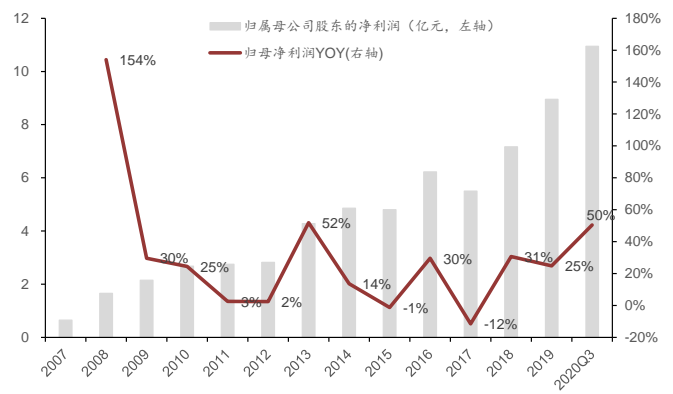
2007-2019 年公司营业收入、归母净利润受益于“内生+外延”双轮驱动战略增长显著。2007-2019 年公司营收从 14.5 亿元增长至 66 亿元,12 年 CAGR 约 13%,归母净利润从 0.65 亿元增长至 9 亿元,12 年 CAGR 约 24%。

图 4: 2007~2019 年公司营业总收入 CAGR 为 13%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 5: 2007~2019 年公司归母净利润 CAGR 为 24%

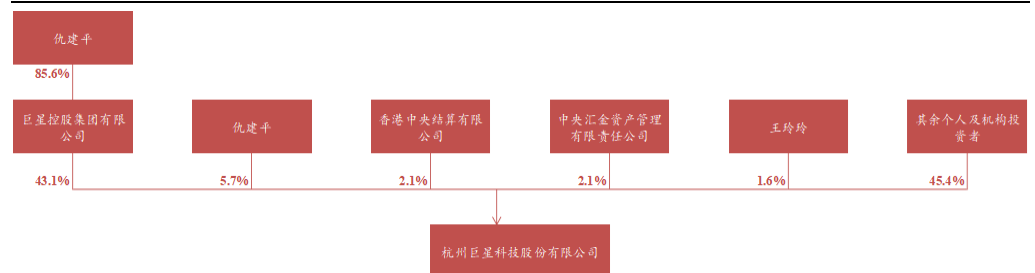


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.2. 股权比例集中, 实控人拥有 42.6% 股权

公司实控人为仇建平, 截止 2020 年 10 月 28 日拥有 42.6% 的股权。此外仇建平还担任杭叉集团实控人, 目前巨星集团合计持股杭叉集团 32% 的股权。

图 6: 公司股权结构清晰, 仇建平为实控人, 持股约 42.6%

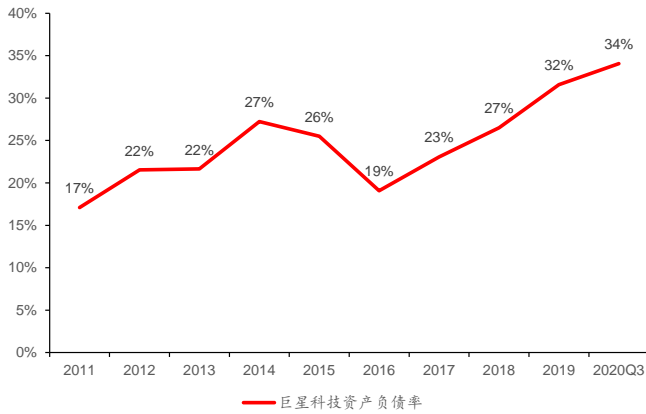


资料来源: wind, 浙商证券研究所

1.3. 外延并购资产负债率仍处低位，经营性现金流稳定保障公司成长

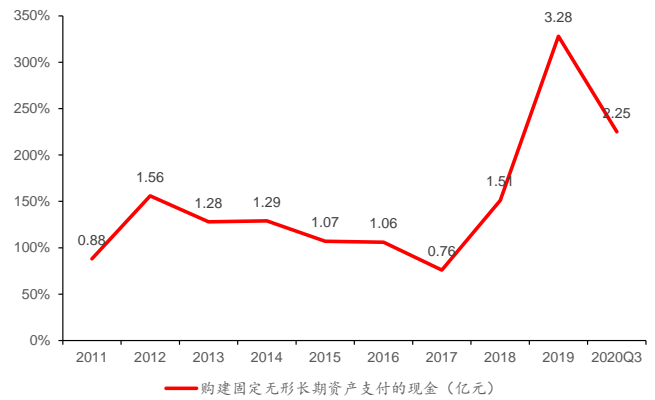
公司在持续并购下，资产负债率维持在健康水平，偿债压力小。2014-2019 年资产负债率始终维持在 30% 水平线。经营性现金流净额自 2008 年起持续为正且稳定增长，为公司外延并购提供保障。2014-2019 年经营性现金流从 4.8 亿元提升至 8.1 亿元，体现了公司在管理方面强大的内控能力和高效的资金使用能力。

图 7：公司资产负债率较低，维持在 30% 水平线



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：固定、无形知产支出现金较为稳定，2019 年超 3 亿元



资料来源：Wind，浙商证券研究所

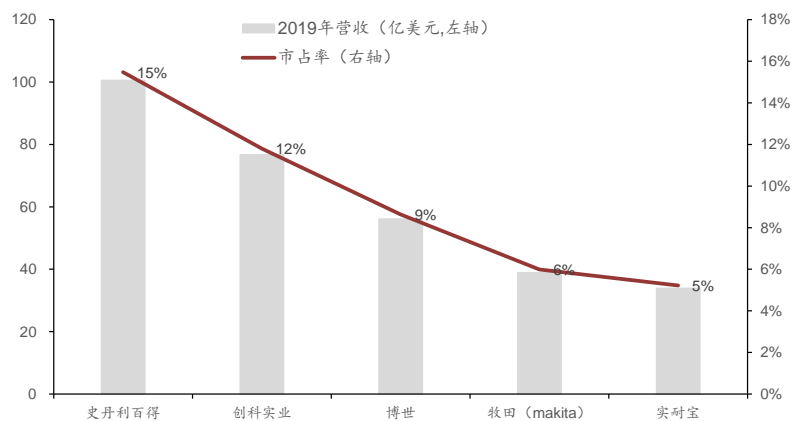
2. 全球市场规模破千亿，房产景气周期助力有望公司发展

2.1. 工具类市场空间广阔，龙头企业市占率不断提升

工具类市场空间广阔，2019年GTS（Global Tool & Storage）市场规模约650亿美元，其中手工具&存储箱柜约230亿美元，电动工具约420亿美元。根据史丹利百得Presentation（2019）及相关数据，2018年全球工具市场规模约590亿美元，其中手工具&存储（含其他设备）占比约35%，电动工具占比约65%。按此数据推算，2019年650亿美元GTS市场规模中，电动工具市场规模约420亿美元，手工具&存储市场规模约230亿美元。此外根据Technavio数据预估，2020-2024年全球手工具市场CAGR约4%，增速稳定。

海外企业占据全球工具五金市场龙头地位，CR5市占率约47%。根据史丹利百得数据，2019年全球前5大工具商分别为史丹利百得（StanleyBlack&Decker, SWK.N）、创科实业（TTI, 0669.HK）、博世（Bosch, 500530.BO）、牧田（Makita, 6586.T）、实耐宝（Snap-on, SNA.N），按2019年销售额预估，CR5集中度约47%。

图 9：2019 年海外工具五金龙头 CR5 占比约 47%



资料来源：wind，浙商证券研究所

市占率逐渐提升，逐渐成为全球第二手工具企业。2020年巨星科技手工具&工具箱柜预计收入79亿元（按2020年中报结构测算），占比全球手工具规模约5%。由于巨星为中国企业，主要销售区域为北美市场，经过FOB、关税、增资税等费用修正，我们测算其真实的市占率应该为8-10%，对应销售额应为报表披露的1.5-2倍左右。基于此结论，我们认为巨星正在慢慢超越全球第二大手工具商APEX TOOL GROUP（北美，2018年营收14亿美元）。

图 10：巨星科技有望成为世界第二大手工具企业

公司名称	2020 年手工具 营收 (亿美元)	2020 年修正 营收 (亿美元)	手工具市场规 模 (亿美元)	市占率 (%)	修正市占率 (%)
史丹利百得	40	40	150	20%	20.0%
			230	17%	17.4%
Apex Tool Group	15	15	150	10%	10.0%
			230	7%	6.5%
巨星科技	10	13	150	6.7%	8.9%
			230	4.4%	5.8%

资料来源：史丹利百得 Presentation (2020)，ATG 官网，浙商证券研究所测算，注：150 亿为单纯的手工具全球市场规模，230 亿规模口径包含手工具及工具箱柜；2020 年手工具营收为手工具+工具箱柜口径，巨星科技为测算值。市占率为各公司报表值测算，修正市占率为巨星科技考虑 FOB 等因素修正。

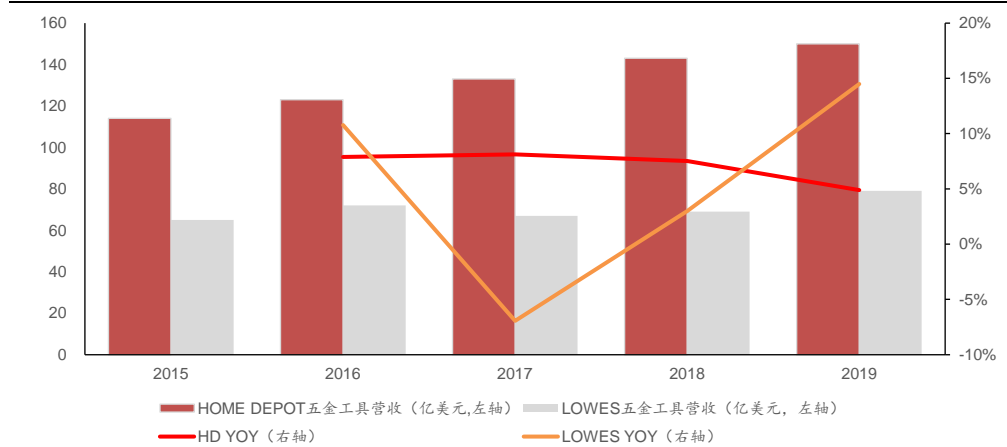
2.2. 欧美地区为工具类产品主战场，国产工具五金出口金额提升稳健

按客户地区划分，欧美为工具类产品主要消费区域。根据史丹利百得数据，2019 年全球工具类产品销售额北美占比约 34%，欧洲占比约 30%。

欧美地区为主要消费区域，主要原因有以下两点：

1) 欧美地区人均居住面积较大，海外人力费用高，手工具产品逐渐成为家庭刚需用品。北美住房多为精装房，非毛坯房。交房后住户对房屋内设置更改需消费者自行装修，受高昂的人工成本制约，大多数居民选择 DIY，且常规手工具因磨损、丢失造成的更替周期约 6-9 个月，使用需求与更替需求促使手工具逐渐成为家庭刚需用品。根据大型商超 Lowe's 与 HOME DEPOT 年报数据，两大连锁超市 2019 工具五金(Hardware&tools)销售收入分别为 79、150 亿美元，2015-2019CAGR 分别为 5%、7%。

图 11：劳式与家得宝两大超市工具五金 2015-2019CAGR 分别为 5%、7%，市场空间提升稳定



资料来源：wind，浙商证券研究所

2) 欧美国家汽车修理、制造业加工、房地产等行业较为发达, 相关行业需求较大。如汽车修理相关, 根据 IHS 与盖世汽车数据, 2019 年美国汽车保有量约 2.8 亿辆, 同比增长 2%, 千人拥车量约 837 辆, 是中国的 5 倍左右。不断增长的保有量为汽车后服务市场提供保障, 也为工具五金产品需求提供稳定增长的空间。

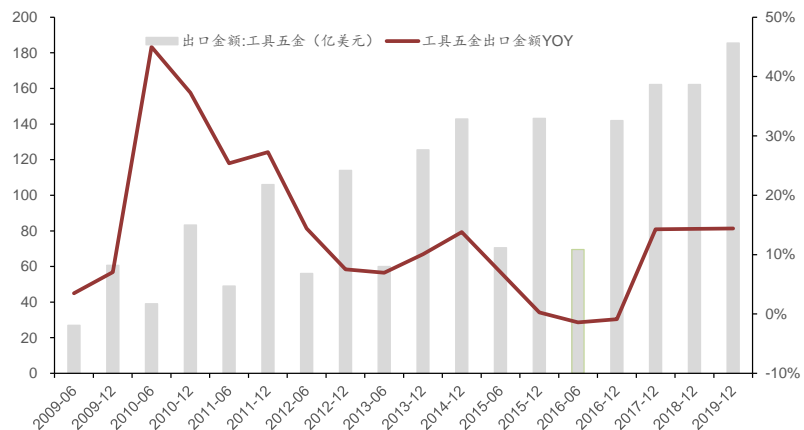
表 1: 2019 中国千人汽车拥有量 173 辆, 约为美国的 1/5, 市场提升空间大

序号	国家	千人拥有量 (辆)	序号	国家	千人拥有量 (辆)
1	美国	837	11	巴西	350
2	澳大利亚	747	12	墨西哥	297
3	意大利	695	13	沙特	209
4	加拿大	670	14	土耳其	199
5	日本	591	15	伊朗	178
6	德国	589	16	南非	174
7	英国	579	17	中国	173
8	法国	569	18	印度尼西亚	87
9	马来西亚	433	19	尼日利亚	64
10	俄罗斯	373	20	印度	22

资料来源: 盖世汽车, 浙商证券研究所

我国逐渐成为全球工具五金产品的重要生产基地, 2009-2019 年 10 年出口 CAGR 约 12%。工具五金行业有三个主要生产基地, 分别为西欧、北美以及亚洲地区。其中中国大陆、台湾地区仍以中低端为主, 欧美及日本布局中高端产品。根据中国五金制品协会数据, 2009-2019 年, 我国工具五金出口金额大幅提升, 从 61 亿美元增长至 185 亿美元, 10 年 CAGR 约 12%。

图 12: 工具五金出口金额大幅上升, 2009-2019CAGR 约 12%

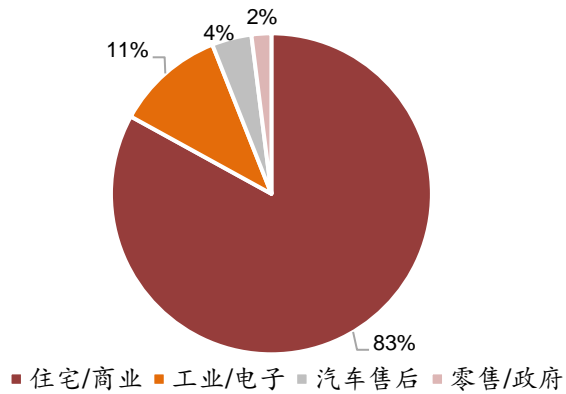


资料来源: 中国五金制品协会, 浙商证券研究所

2.3. 北美住房成屋迎来新一轮景气周期, 工具行业有望持续受益

目前商业/住房仍为第一大应用领域, 占比史丹利百得收入 83%。工具五金下游应用广泛, 涵盖住宅、商业、工业、电子、汽车售后、零售、政府等领域, 全球巨头史丹利百得 2019 年收入中 83% 来自商业住房领域, 我们认为房产周期与工具五金呈现较强相关性。

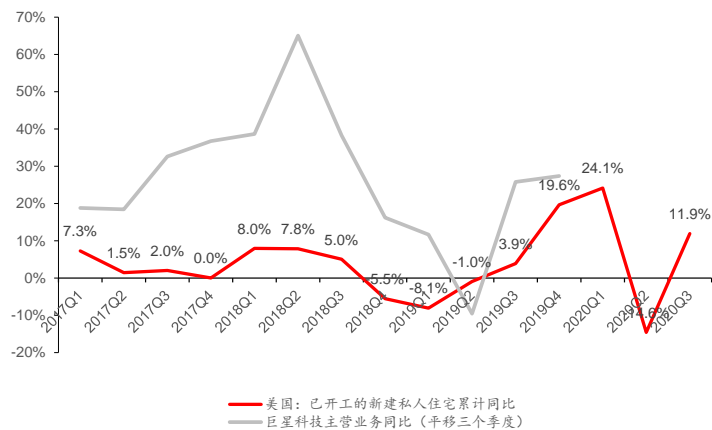
图 13：2019 年史丹利百得营收有 83%来自住房领域



资料来源：史丹利百得（2019），浙商证券研究所

公司手工工具的营收增速与北美房产指标构成呈现相关性。目前北美成屋销售量、新建住房销售量等数据均反应本轮北美房产处于景气周期，我们认为伴随房产等下游景气周期持续，公司业绩有望持续增长。

图 14：公司手工工具营收增速滞后北美房产增速近 3 个季度



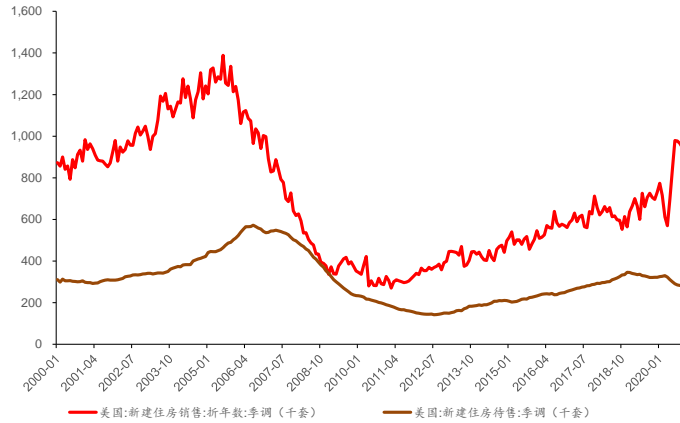
资料来源：Wind，浙商证券研究所，巨星科技主营业务同比向左平移 3 个季度（滞后）

图 15：北美成屋销售量持续提升，库存逐渐下降，维持较高景气度



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 16：北美新建住房销售量持续提升，进入新一轮房产景气周期



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 17：2020 年 6 月起零售库存逐渐下滑，零售产品需求提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 18：建材、园林设备及物料销售额不断提升，下游需求增加明显



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3. 外延并购+全球化+数字化有望成功复制海外巨头成长路径

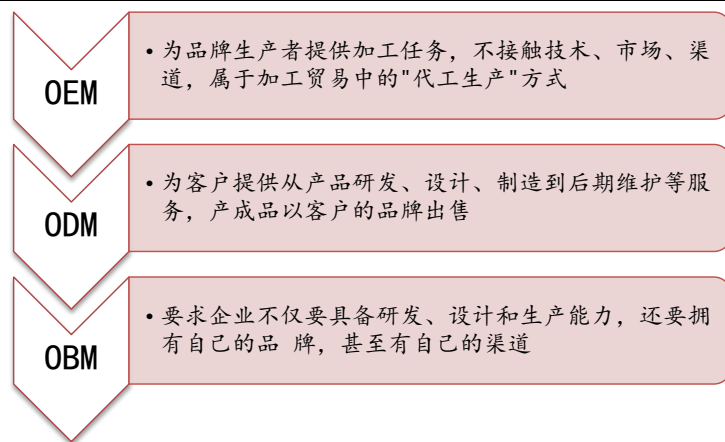
五金工具行业主流的三种制造模式分别为 OEM、ODM 和 OBM。

OEM: 制造商主要以“代工方式”与品牌生产者合作,难以接触终端客户,提高品牌知名度,主要提升自身生产技术、工艺流程、企业管理,从而达到国际标准水平,为品牌建设打下基础。

ODM: 随着企业对产品和技术进一步掌握后,为客户进行产品设计及合作开发工作,在此阶段,企业的议价能力加强,产品性价比提升,利润率逐渐显现。

OBM: 三种经营模式中的最高层次,要求企业不仅要具备研发、设计和生产能力,还要拥有自身的品牌和渠道,是企业提升市场竞争力的必由之路。

图 19: 五金工具行业三种经营模式



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

3.1. 海外巨头 Stanley: 积极推进并购战略, 培育自有品牌

Stanley 利用并购同业企业不断拓宽自身产品线,利用自身积累的品牌效应和产能规模,取得高增长率。

2000 年前: 并购次数较少,1980-2000 年公司与工具相关的并购次数仅有 2 次,此时公司手工具收入复合增长率约为 3.5%左右。

2000 年后: 公司并购次数逐渐增多,扩大产业线计划逐渐活跃,其中与工具业务相关的收购约有 8 次,在此期间公司手工具复合增长率水平提升到 9.4%。

表 2: 1980 年至今 Stanley 与工具主业相关的收购一览

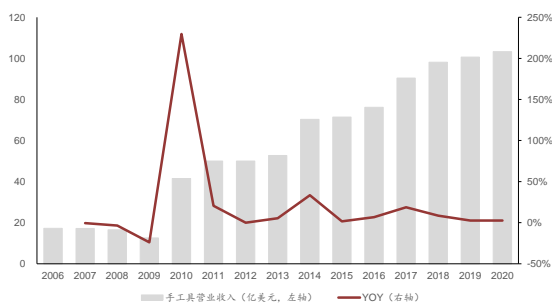
年份	STANLEY 并购项目
1980 年	收购美国工具制造商 Mac Tools
1990 年	收购美国手工具制造商 Goldblatt 和以色列塑料消费品制造商 ZAG Industries
2004 年	收购美国锯片制造商 Oldham Saw
2006 年	收购法国工具制造商 Facom
2008 年	收购美国工具箱制造商 Lista
2010 年	与美国工具制造商 BLACK DECKER 和美国电动及手工具制造商 Dewalt 合并
2012 年	收购加拿大工具箱制造商 Beach Toolbox
2013 年	收购中国电动工具制造商国强
2016 年	收购美国 Newell Brands 的主营工具业务的 Irwin, 主营锯及锯片的 Lebox 和 HVAC 工具的 Hilmor
2017 年	收购美国手工具制造商 Craftsman
2018 年	收购美国车辆工具制造商 Nelson
2019 年	收购美国户外电动工具制造商 MTD Holdings Inc
2019 年	收购高端大型休闲车工具制造商 IES Attachments
2020 年	收购美国航空工具制造商 CAM

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

公司于 2010 年和 2014 年进行两次整合, 布局全工具五金及存储领域:

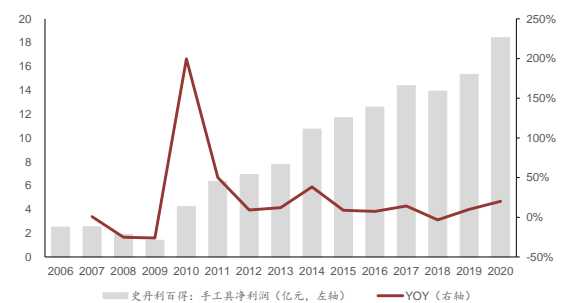
- 2010 年 Stanley Work 与工具制造商 Black&Decker 进行并购整合, 营收与业绩迎来高速增长期。伴随并购整合, 公司下游渠道得到拓宽, 叠加全新生产线的引进, 品牌间的协同能力逐步提升, 2010 年后营收和利润稳定提升, 公司 2011 年营收与业绩增速均超 200%。
- 2014 年将原有的 CDIY 业务以及其他相关业务进行整合, 对功能与客户进行产品分级优化。本次分级优化效果显著, 2014 年公司在工具五金营收/业绩同比增长 33%/38%。

图 20: 2006-2020 年 Stanley 工具五金及存储营收 CAGR14%



资料来源: 彭博, 浙商证券研究所

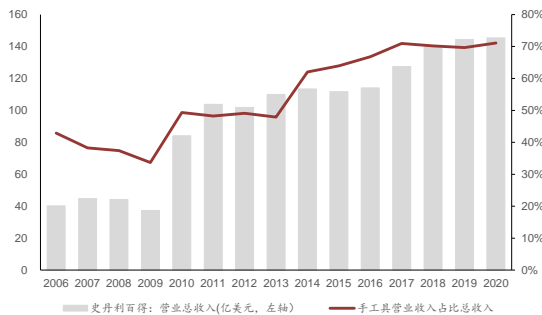
图 21: 2006-2020 年 Stanley 工具五金及存储利润 CAGR15%



资料来源: 彭博, 浙商证券研究所

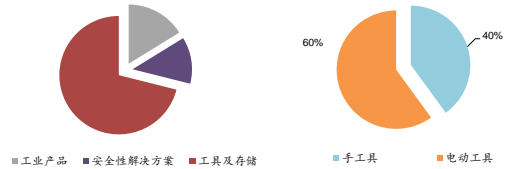
Stanley 工具五金收入占比稳步提升。2010 年后伴随并购与整合同业企业, 品牌间的协同效应逐渐体现, 公司工具五金业务收入占比呈上升趋势。2006-2020 年公司工具五金及存储收入占比从 40% 分位提升至 70%, 其中 2020 年手工具、电动工具占比工具五金约 40%、60%。

图 22: Stanley 近 14 年工具及存储占比从 40% 分位提升至 70%



资料来源：彭博，浙商证券研究所

图 23: 2020 年工具及五金占比史丹利百得营收 70%



资料来源：彭博，浙商证券研究所

3.2. 巨星科技：仿效海外巨头，并购整合加速品牌建设

公司效仿手工工具巨头公司成长轨迹，积极并购整合拓宽下游渠道，逐渐完善公司产品图谱。2010 年至今公司先后收购五金工具相关业务公司 8 个及品牌 25 余个，产品线与生产能力大幅提升。此外并购整合同业公司使协同效应提升，进一步提升国际品牌力。

2014-2020 年间，公司依托于主业手工工具逐渐横向拓展渠道，持续拓展智能工具、存储箱柜、电动工具等领域。2014 年公司通过增资国自机器人成功进军智能装备领域，2016 年通过收购华达科捷 65% 股权及 Prim tool 加强激光智能工具的布局，2018 年通过收购 LISTA 进入存储箱柜领域，2019 年收购 Prime-line 继续巩固手工工具领域地位，2020 年通过收购 shop-vac 逐渐布局电动工具板块。

表 3: 2010-2020 年巨星科技主要并购

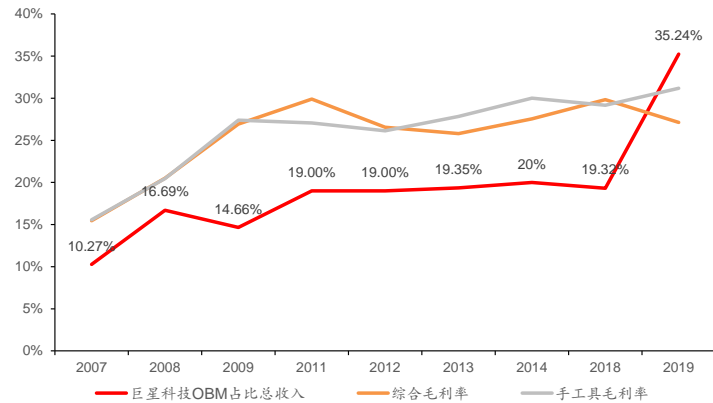
时间	并购标的	并购意义
2010.9	Goldblatt Tool Company	拥有 11 个专业的手工具品牌，其中建筑工具品牌“Goldblatt”始创于 1885 年，拥有 100 多年的历史
2012.12	浙江国新工具有限公司	扩大产品线提高生产能力
2016	ADJUSTABLE CLAMP COMPANY D ,PONY TOOLS, INC, EASY WOOD TOOLS	收购 PONY, JORGENSEN 等 12 个专业的手工具品牌，加大公司自主品牌的国际占有率，提升公司产品的国际竞争力
2017.5	美国著名工具品牌 ARROW Fastener Co	加强自有品牌的建设和国际影响力
2018.7	欧洲高端专业工作存储解决方案龙头企业 Lista	加强欧洲市场的分销体系和服务能力，渠道优势进一步凸显
2019	北美最大的门窗可替换五金件供应商 Prime-Line 公司	加强自有品牌的建设和对北美市场的服务能力
2019.10	徐州中策橡胶科技有限公司	进入两轮车胎供应商体系，加强北美、欧洲渠道建设
2020.12	美国龙头吸尘器品牌 Shop-Vac	进入北美吸尘器市场

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司通过内生自主品牌发展+外延并购，积极打造从贴牌代工到自主品牌转型。2007-2019 年公司的自主品牌收入占比从 10% 提升至 35%，战略效果显著。

自有品牌产品发展改善公司盈利水平。公司在2019年OBM占比水平达到35%，约为2007年3倍左右水平，OBM模式使公司的议价能力不断增强，从2007年15.5%的毛利率水平提升至2019年33%。

图 24：OBM（自有品牌）建设使巨星科技毛利率稳健提升



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.3. 全球化：海外业务持续扩张，客户依赖度逐渐下降

图 25：巨星科技公司与工厂分布全球，海外持续扩张



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

稳定销售渠道和客户信赖保障巨星不断发展。全球范围内销售公司产品的五金、建材、商超约有3万家，广泛的渠道有效保证公司各类创新型产品的高速发展。巨星科技已覆盖的主要优质大型商超，包括 Home Depot (家得宝)、Lowe's (劳氏)、Kingfisher (翠丰) 等家具建材连锁超市、Walmart (沃尔玛)、Carrefour (家乐福)、Sears (西尔斯) 等综合型零售超市、Autozone (汽车地带)、Pep Boys、Grainger 等专业零售连锁店。

表 4：巨星科技具备众多优质海外客户

客户名称	所在市场	主营业务	2019 年各公司营收情况 (亿美元)
Lowe's Companies Inc.	北美	家居装饰用品零售	721.5
The Home Depot Inc.	北美	家居装饰用品零售	1102.3
Wal-mart Inc.	北美	连锁百货	5144.1
Sear Roebuck&Co.	北美	零售	15.1
Stanleyworks Co.,Ltd	北美	工具和存储、商业电子安全与工程紧固系统	144.4
Kingfisher Plc	欧洲	家具零售	151.0
Carrefour SA	欧洲	零售	1120.06
L.G Sourcing Inc	北美	家具零售	1.27

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2007-2019 年公司营收质量提升，客户集中度降低。 2007-2019 年公司前五大客户集中度由 59% 下降到 38%，公司抗风险能力提升。原因在于：1) 渠道化建设不断推进；2) 自有品牌主要销售渠道为电商途径，近年来公司自有品牌占比不断提升。

表 5：巨星科技主要客户集中度下降至 38% 左右

客户名称	所属市场	2016 年度(亿元)	2017 年度(亿元)	2018 年度(亿元)	2019 年度(亿元)
Lowe's Companies Inc.	北美	6.69	6.85	6.57	-
The Home Depot Inc.	北美	3.81	4.91	4.87	8.73
Walmart Inc.	北美	4.11	4.16	4.72	6.79
Sear Roebuck&Co.	北美	0.50	1.64	3.39	-
Stanleyworks Co.,Ltd	北美	1.51	2.58	2.22	2.05
L.G Sourcing Inc	北美	2.09	1.71	2.00	2.04
Carrefour SA	欧洲	-	-	-	5.95
总营收(亿元)		36.03	42.81	59.35	66.25
前五客户集中度(%)		50.5%	47.2%	36.7%	38.6%

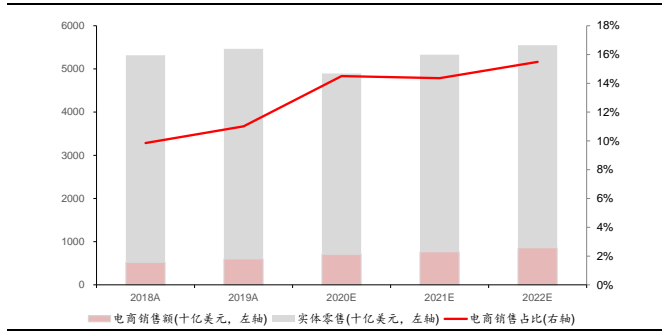
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

全球化大发展，公司未来手工具产品矩阵有望进一步扩充。 目前公司手工具品牌包括泥工工具、木工夹具、机工类工具、电子电工类工具、VDE 绝缘类工具、汽保机修工具、门窗五金等多种产品，应用范围包括家庭、个人、DIY、专业和工业领域。相对而言，史丹利手工具种类相对繁多，其应用场景**额外包括了汽车、园林领域**。我们认为伴随公司进一步推进手工具全球化发展，手工具产品种类应全面对标国际巨头，未来在园林类产品方面有望进一步扩充。

3.4. 数字化：疫情加速电商渗透，电商布局初具成效

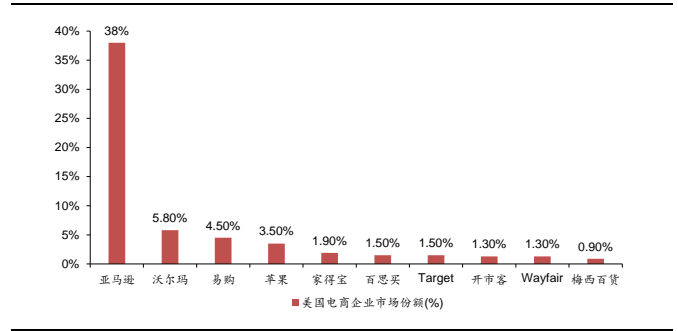
电商渠道销售大势所趋。 电商平台对比传统营销渠道拥有庞大而客户群，交易效率和成本都大幅改善。**疫情或加速电商渗透。** 疫情有望使部分线下销售被动向线上电商转移，2020 年美国市场电商销售占比约 14%，创历史新高，未来电子销售趋势明显。

图 26：美国市场电商渠道渗透率不断提升



资料来源：eMarteter, 浙商证券研究所

图 27：2020 年亚马逊占比美国电商零售 38%



资料来源：eMarketer, 浙商证券研究所

公司推进数字化营销，逐渐向电商模式转型。巨星科技自 2015 年入驻亚马逊开启跨境电商之路，2016 年开通运营旗下一站式电商平台土猫网，当前土猫网 SKU 销量约 2-3 万件，入驻品牌包括世达、史丹利百得、钢盾、博世等 100 多个国内外专业工具品牌。

电子商务作为一种全新消费路径，已经成为了手工具销售的一个全新的重要渠道。公司电商布局已初具成效，公司 2019 年电商渠道销售额超 5000 万美元，同比增速 45%。疫情加速公司电商渗透速度，公司 2020H1 电商销售相较 2019 年同期同比增速超 100%。

针对国内电商：公司将继续大力发展垂直电商平台土猫网，同时加大在天猫、京东等平台的推广力度；

针对跨境电商：公司将加速各地区细分市场的平台渠道拓展，借力亚马逊、eBay、速卖通等多个第三方平台的渠道优势，加大跨境电商销售力度，跨境电商销售收入有望持续快速增长。

表 6：巨星科技与主流电商平台均有合作

公司	跨境电商			本土电商		
	AMAZON (亚马逊)	eBay	速卖通	土猫网	京东	天猫
总部所在国家/地区	美国	美国	中国	中国	中国	中国
成立时间	1995	1995	2010	2016	2006	2012
行业地位	全球第一大英文在线购物网站	全球第二大英文在线购物网站	全球第三大英文在线购物网站	巨星旗下五金机电服务商	中国最大的自营式电商企业	亚洲最大的综合性购物平台
2019 年成交金额 (亿美元)	4408	902	-	-	2996	9445
2019 总营入 (亿美元)	2805	108	34	-	827	470

资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

公司同类竞品性价比较高。公司自有品牌目前处在起步阶段，品牌力在欧美市场相较于 Stanley 仍有差距，但低于同业的定价使公司产品具备一定的性价比优势。在亚马逊和 eBay 平台中，类似参数的手电钻产品(额定电压，钻孔直径最大转速)，公司产品价位低于竞品。我们认为主要原因为同业深耕当地市场多年，拥有较强的品牌溢价能力。

原有客户加速电商发展，公司有望深度受益。根据测算，2019 年公司在下游客户家得宝、沃尔玛中的电商收入占比公司总电商收入超 30%，叠加疫情以及公司品牌力不断提升，电商渠道有望为公司打开新增量窗口。

表 7：公司同类竞品相较同业性价比较高

品类	品牌	品牌说明	渠道	产品类别	价格	尺寸
扳手	WORKPRO	巨星自有品牌	亚马逊	扳手 8 件套	\$19.99	手工级
	DEWALT	史丹利自有品牌	亚马逊	扳手 8 件套	\$26.99	手工级
	KOBALT	劳式自有品牌	亚马逊	扳手 8 件套	\$25.99	手工级
	SATA	APEX 旗下品牌	亚马逊	扳手 8 件套	\$28.22	手工级
螺丝刀	WORKPRO	巨星自有品牌	土猫网	多功能螺丝刀	¥9.9	5*115mm
	Stanley	史丹利自有品牌	土猫网	多功能螺丝刀	¥11	5*125mm
	SATA	APEX 旗下品牌	亚马逊	多功能螺丝刀	\$5.99	5.5*125mm
工具箱包	WORKPRO	巨星自有品牌	亚马逊	储物类	\$26.99	16 英寸
	DEWALT	史丹利自有品牌	亚马逊	储物类	\$34.95	16 英寸
	HUSKY	家得宝自有品牌	亚马逊	储物类	\$33.99	16 英寸
	SATA	APEX 旗下品牌	亚马逊	储物类	\$19.99	16 英寸

资料来源：各电商平台，浙商证券研究所

表 8：公司主要客户对电商收入大增，有望拉动公司电商端增长

公司	事件	影响
Home Depot	2020 年 H1 美国零售停业情况下，公司实现同 30% 的净销售额增长，在线订单渗透率达 14%。	1. 疫情催化实体+数字化渠道双线并行，零售商传统商业模式发生转变 2. 数字化技术的开发使企业获得较强抗风险能力
塔吉特.	2020H1 公司吸引了 1000 万新的在线客户，并获得了 50 亿美元市场份额。	
Walmart	受益疫情带动网购商机火热，2020Q3 公司电子商务销售额飙升 79%	

资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

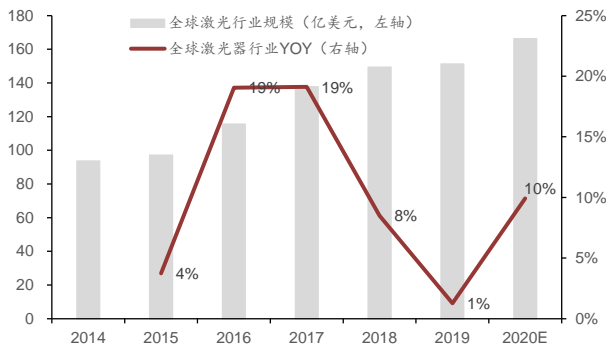
4. 激光+工具箱柜，新产品打开新市场增量空间

公司通过并购整合，丰富业务结构。我们认为近年来公司通过发展激光测量仪器、工业存储箱、电动工具等新产品有望为公司打开新的成长天花板。

4.1. 激光测量仪器：预计未来 2-3 年公司业务 CAGR 超 20%

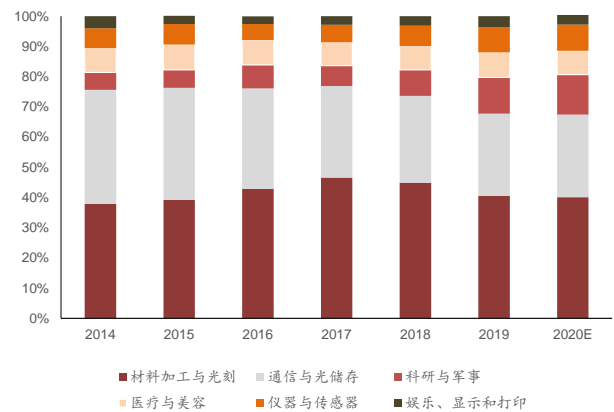
2020 年激光仪器&传感器市场规模约 14 亿美元,2014-2020CAGR 约 15%。根据 laser focus world (LFW) 数据，2019 年激光器行业市场规模近 151 亿美元，同比增长 1.3%，LFW 预计未来几年 CAGR 超 10%，2020 年全球市场规模有望达 166 亿美元。材料加工&光刻、通信&存储仍为主要应用市场，分别占比总规模的 40%、27%。仪器&传感器市场占比约 9%，对应 2020 年市场规模约 14 亿美元。对比 2014 年激光&传感器市场规模约 6 亿美元，测算 2014-2020 年 CAGR 约 15%，超同期激光器行业 CAGR 约 5 个百分点。

图 28：2014-2020 激光器行业市场 CAGR 约 15%



资料来源：LFW，浙商证券研究所

图 29：2020 年仪器&传感器占比激光器行业约 9%



资料来源：LFW，浙商证券研究所

激光市场有望伴随资本运作持续打开。公司 2015 年进入激光产品领域，先后通过收购华达科捷 65% 股权、设立子公司欧镭激光、收购 Lecia 旗下子公司 Prim's Tool、收购微纳科技 30% 股权，不断完善布局激光量具、激光雷达、高精度角度及距离传感器、激光智能设备产线。目前欧镭激光研发的激光 2D/3D 雷达传感器可应用于机器人、安全监视、工业自动化和物流、智能汽车等领域，公司成长空间有望持续打开。

目前公司在激光领域中主要产品为激光扫平仪和激光测量仪，2019 年，公司激光业务全球市占率约为 0.5%，未来随着公司持续内生发展叠加外延并购，激光业务市占率有望进一步扩大。

表 9：巨星科技积极布局激光量具产业，目前全球市占率约 0.5%

公司	主要激光产品	2019 激光业务收入 (亿元)	全球市占率
莱赛激光	激光测量仪	1.8	0.2%
久之洋	激光器与激光系统技术	5.7	0.5%
禾赛科技	激光雷达	3.5	0.3%
巨星科技	激光扫平仪、测量仪、3D 激光雷达	5.2	0.5%

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司测量业务产品客户认可度持续提升，屡获海外订单。根据 2020 年中报披露，公司激光测量业务持续发展，控股子公司获得美国公司重要订单，并与意大利 Datalogic.S.r.l 合作，将激光雷达产品共同推向欧洲市场，激光雷达产品客户认可度不断提升。

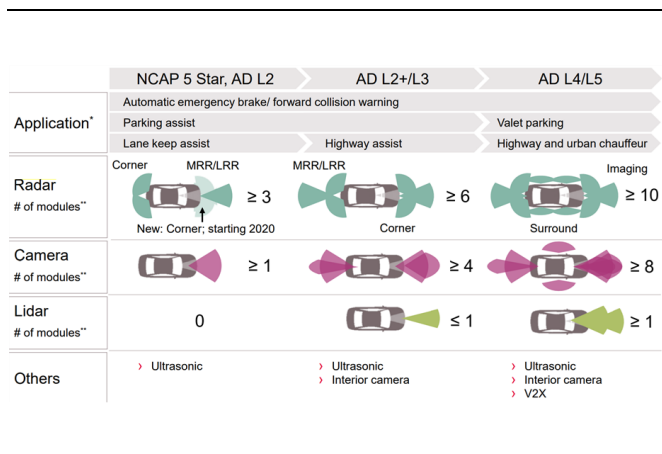
表 10：巨星科技积极布局激光器产业

时间	并购金额	事件	主营产品	意义
2015	-	设立受让华达科捷 65% 股权	激光投影仪及激光扫平仪	发展激光扫平仪，完善激光智能工具布局，填补国内空白
2015	-	设立子公司欧镭激光	激光雷达传感器、红外传感器等	发展激光雷达，进一步完善了激光智能工具产业链的布局
2016	2269 万欧元	收购 prim's Tool	激光扫平仪	进一步完善激光制造领域布局
2017	7485 万元	收购微纳科技 30% 股权	智能遥控器解决方案	将智能人机交互与智能无线互联技术与现有激光智能工具业务实施技术优化整合

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

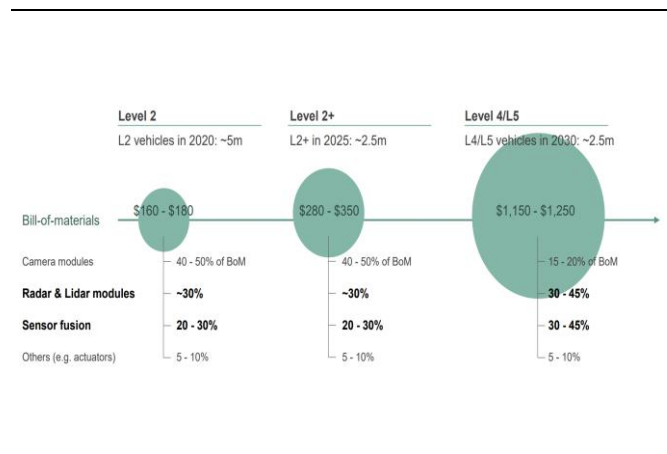
3D 激光雷达逐渐成熟，下游应用市场有望迎来全面爆发，2025 年市场空间合计超 300 亿元。公司 3D 激光雷达有望广泛应用 AGV 与智能汽车市场，根据 AGV 产业联盟数据，2019 年中国 AGV 市场规模约 62 亿元（含 AMR），较 2018 年同比增长 45%，受疫情影响，2020 年增速略有下滑，但仍有望达 74 亿元（同比增幅 20%）。智能汽车伴随人工智能技术更新，有望迎来高速增长。假设 2025/2030 年智能汽车渗透率分别为 50%、80%，我们测算 2025 年智能汽车雷达+传感器中国市场空间有望达 163-247 亿元，叠加 AGV 合计有望超 300 亿元。

图 30：未来 L4/L5 车型传感器数量将超过 19 个



资料来源：英飞凌，浙商证券研究所

图 31：L2 汽车中传感器+激光设备单车价值量约 80-100 美元



资料来源：英飞凌，浙商证券研究所

表 11：造车新势力逐渐开始布局智能汽车领域

公司	时间	事件	影响/意义
广汽/联通/华为	2021.1	共同打造全球首款量产 5G 车已落地	标志着全球首款量产 5G 车正式落地
百度	2021.1	正式组建智能汽车公司，与吉利集团战略合作	公司首次以整车制造商的身份进军汽车行业
苹果	2021.1	进入智能车市场，计划与现代汽车于今年 3 月签署自动驾驶电动车合作协议。	公司致力开发自动驾驶汽车芯片，进入智能车领域
蔚来	2020.1	发布旗下第四款量产车型兼首款轿车 ET7	公司外观搭载激光雷达
华为	2020.11	推进三元锂电池新能源技术	公司技术转型造车，进入智能车领域
小鹏	2020.11	鹏翼门左右各搭载了 1 颗避障雷达，并宣称下一代软硬件性能体系将提升	公司量产车上将首次搭载激光雷达

资料来源：互联网，浙商证券研究所

表 12：2025 年智能汽车激光+传感器市场规模有望达 25-38 亿美元

年份	2020E	2025E	2030E
智能汽车激光+传感器市场空间测算			
智能网联汽车 BOM 单价(美元/台)	160-180	280-350	1150-1250
激光传感器相关产品占比(%)	50%-60%	50%-60%	60%-90%
激光传感器 BOM 单价(美元/台)	80-108	140-210	690-1125
国内汽车销量预测(亿台)	0.25	0.35	0.38
智能网联汽车渗透率	20%	50%	80%
国内智能网联汽车销售量(亿台)	0.05	0.18	0.3
激光传感器市场规模(亿美元)	4-5	25-38	210-338

资料来源：英飞凌，浙商证券研究所测算

激光测量仪器业务有望维持高速增长态势，预计未来 2-3 年 CAGR 有望达 25-30%。 2019 年公司激光测量业务营收达 5.2 亿元，同比 2018 年增长 11%，高于行业同期增速 10 个百分点。伴随激光产业 2020 年逐渐回暖，未来几年 CAGR 维持在 10% 水平线，公司激光雷达产品逐渐获欧美客户认可，取得重要订单，我们预计公司未来 2-3 年激光测量仪器业务 CAGR 有望达 25-30%（10% 行业+15-20% 高于行业）。

4.2. 工具存储箱柜：收购工具存储箱柜龙头 LISTA，挺进欧洲

预计工具存储箱柜全球市场规模近 80 亿美元。工具存储箱柜作为存储、运输各类手工工具及配件以及作为各项作业的作业台，与手工具具有很强的互补性。广泛应用于制造业、加工业、修理业及家庭日用等。当前欧美及大洋洲地区等西方发达国家为工具箱主要消费市场，受益于精益制造与智能化、自动化转型升级，国内工具箱市场有望持续发展。

根据史丹利百得年报及相关数据,2019年工具存储箱柜全球市场规模近80亿美元,其中LISTA可比国内工具存储箱柜龙头通润装备2019年营收达12亿元。

2018年公司斥资12亿元收购瑞士高端工具箱品牌LISTA,挺进欧洲。LISTA为欧洲专业工具存储箱柜龙头,2018年欧洲市占率超14%,下游客户涵盖戴姆勒奔驰、大众、宝马等欧洲知名汽车公司,空中客车、汉莎航空、荷兰皇家航空等航空公司,博世、ABB等工业级客户,百达翡丽、卡地亚、LV等奢侈品牌以及瑞士信贷、普华永道等金融公司。

图 32: LISTA 下游客户分布广泛

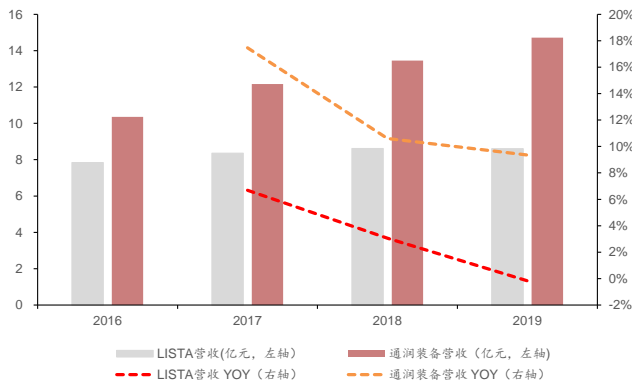


资料来源:公司公告,浙商证券研究所

LISTA净利率高于国内同业龙头通润装备。2019年LISTA收入8.6亿元,低于通润装备(工具存储箱柜+钣金制品约12亿元),但净利率高于通润装备约1.6个百分点,体现了LISTA较强的成本管控能力。我们认为一方面收购LISTA有望有效补充公司原有的手工具产业链,与公司主业形成品牌矩阵,另一方面收购有望为母公司主业提供优秀的高端客户资源,加速全球化战略布局。

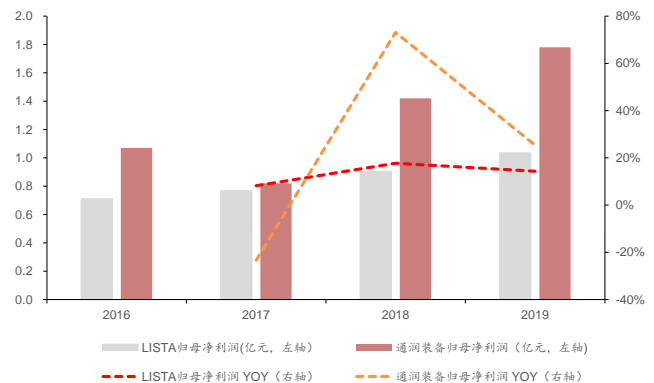
发行转债加大工具存储箱柜生产基地建设。2020年6月15日,公司发行9.7亿元转债加大公司新产品布局,斥资近2.7亿元开展工具存储箱柜生产基地建设。海宁生产基地的新建有望持续提升公司业务发展潜力与盈利能力:1)技术互补:将LISTA相关技术引入中国,开拓中国等亚洲市场;2)客户资源互补:充分整合销售渠道,全球综合竞争力有望提升;3)优化生产布局:引入先进的钣金自动化生产线,降本增效。

图 33: LISTA 与通润装备收入对比



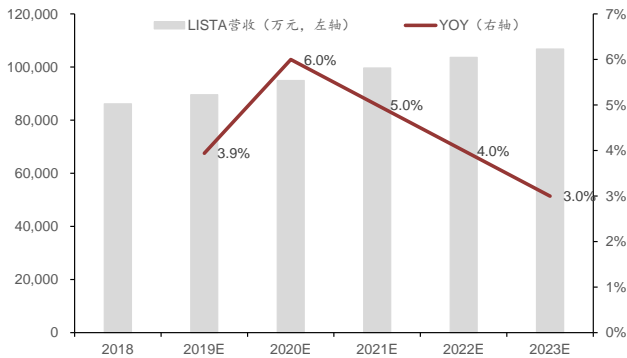
资料来源:公司公告,浙商证券研究所

图 34: 2019 年 LISTA 净利润增速与通润装备接近



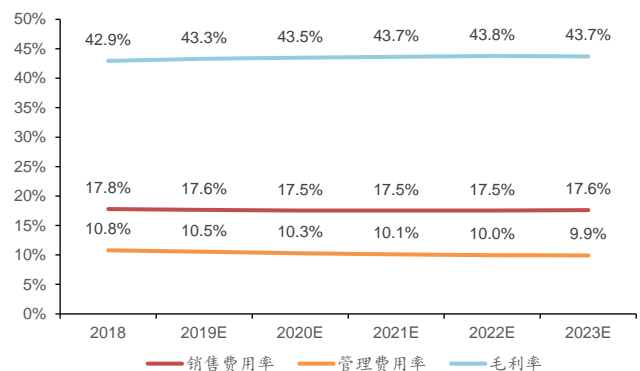
资料来源:公司公告,浙商证券研究所

图 35：2023 年 LISTA 营收有望达 11 亿元



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 36：2023 年 LISTA 毛利率有望接近 44%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

此外，4 月 7 日公司拟支付现金 1.3 亿美元收购基龙 100% 股权，本次并购有望对公司手工具业务进行补强，在研发、供应链等多方面进行协同，未来公司手工具业务规模有望持续提升。

4.3. 电动工具：收购 Shop-vac，打开电动工具新市场

电动工具市场规模远大于手工具市场规模，市场中成熟企业电动工具业务占比均大于手工具业务。公司此次收购 Shop-vac 标志公司开始逐渐切入电动工具领域，从并购历史看，收购 Shop-vac 为公司上市以来首次收购电动工具标的，因此我们认为本次收购战略意义远大于实际意义。原因有：1) 电动工具有望为公司打开新的业绩天花板；2) 收购电动工具补全业务线，且产业协同性强。

打开新的业绩天花板：公司自 2007 年拥有手持电动工具业务，但规模较小，且该部分业务业绩持续下滑，当下时点收购电动工具，标志着公司主营业务手工具或已面临业绩天花板，然而电动工具市场整体规模大，有望为公司打开新的业绩天花板；

业务补强，首次收购电动工具标的彰显业务开拓决心。收购 Shop-vac 为公司首次收购电动工具标的，彰显公司从手工具企业逐渐向为工具五金制造商成长的决心。我们认为未来公司有望持续并购一些电动工具标的，持续切入电动工具领域。

Shop-vac 是北美吸尘器领域龙头品牌，2017-2019 年收入分别为 2.04、2.15、2.08 亿美元，EBITDA 分别为 1385、960、972 万美元。2020 年由于无法按时归还借款而进入资产处置程序，本次收购 Shop-vac 通过资产收购形式收购处置资产，交易价格低于正常情况下的股权收购，按收购时价格 4186 万美元，2019EV/EBITDA 约 4.3X，且资产收购不包含员工安置，整合过程中历史包袱较轻。

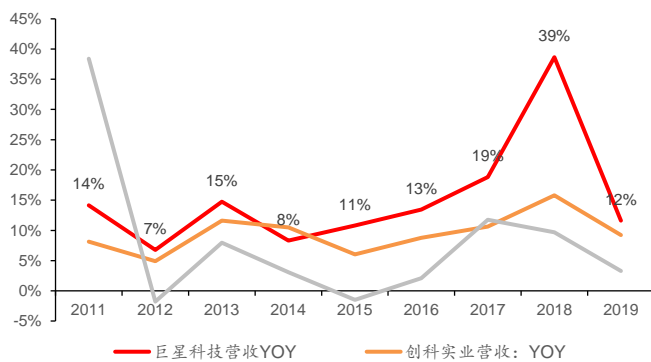
我们认为资产收购短期带有一定的收入不确定性，但从长期角度来看，公司本次收购标的与原有业务在销售渠道与终端客户完全重合，协同效应极强，且电动工具行业具有单价高，集中度高的态势，公司作为手工具龙头之一，在完成整合后有望在电动工具领域打开新的市场空间。

5. 增速优于海外巨头，有望逐渐抢占巨头市场份额

公司与工具五金龙头史丹利百得（手工具+电动工具）、创科实业（电动工具为主）为广义上的同业，通过对比，公司营收增速显著高于两大巨头，但毛利率与绝对收入规模仍与国际巨头相距较大。我们认为公司正处于高速发展阶段，伴随未来并购带来的 OBM 占比提升，加速毛利率提升，公司有望与全球工具五金龙头同台竞技。具体对比如下：

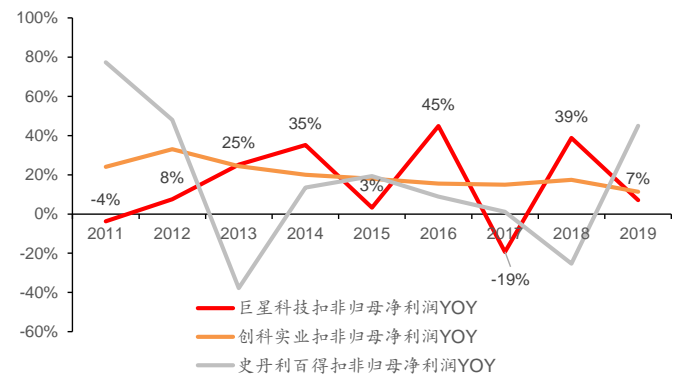
营收与扣非归母净利润对比：近 8 年复合增速优于史丹利与 TTI。 2011-2019 年公司营收/扣非归母净利润 CAGR 约 15%/16%，显著高于同期史丹利百得（4%/5%），净利润增速略低于创科实业（19%）。尽管近 8 年几何毛利率（29%）略低于史丹利百得（36%）与创科实业（35%），但伴随公司不断加强建设自主品牌 OBM，预计毛利率逐渐呈现上升态势。

图 37：2011-2019 巨星营收 CAGR 约 15%



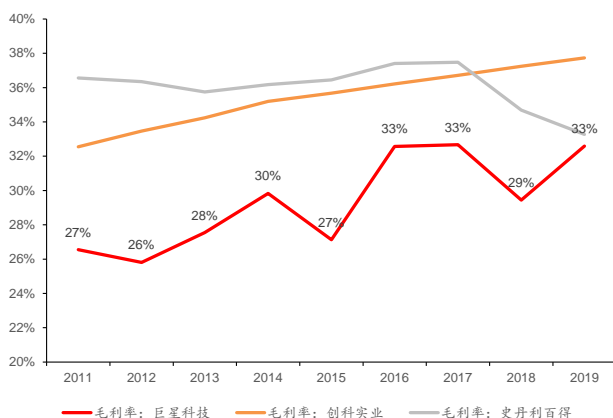
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 38：2011-2019 巨星扣非归母净利润 CAGR 约 16%



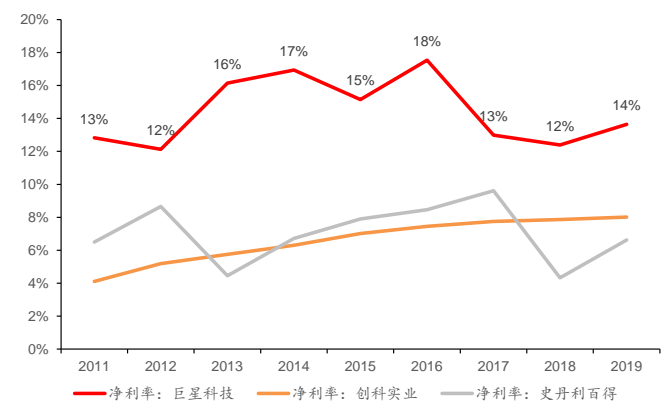
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 39：巨星科技毛利率逐渐提升，与巨头差距逐渐缩小



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

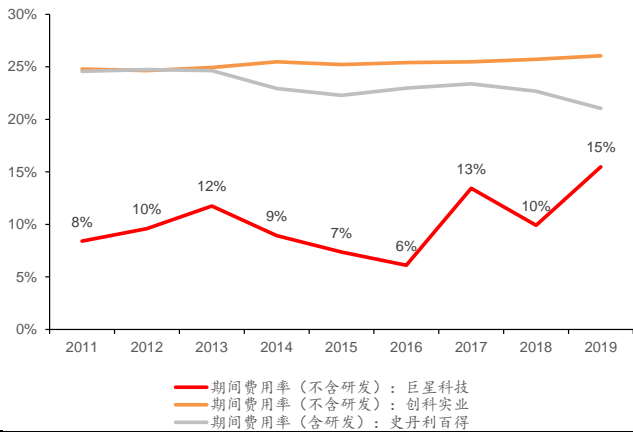
图 40：巨星科技净利率高于两大巨头



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

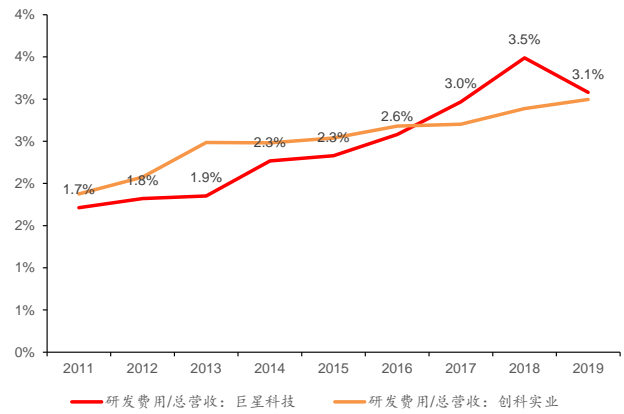
期间费用率低于两大巨头，净利润优势明显。 公司具备较强的成本管控能力，销售与管理费用率低于同期两大巨头，其中 2019 年低于创科实业 10 个百分点，因此公司在净利率方面明显高于两大巨头（巨星/史丹利百得/TTI，14%/7%/6%）。

图 41：巨星科技期间费用率低于海外巨头



资料来源：公司公告，浙商证券研究所，注：史丹利百得未披露研发费用

图 42：巨星科技研发投入与创科实业相当



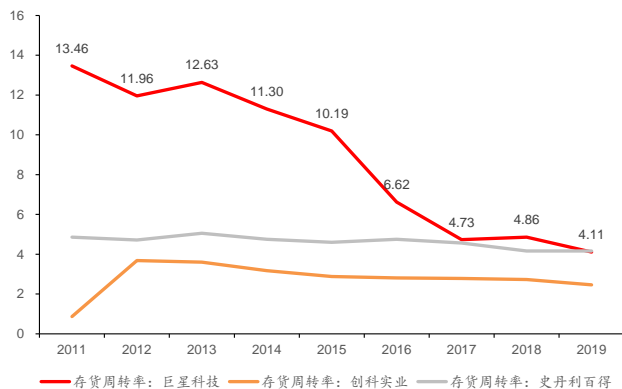
资料来源：公司公告，浙商证券研究所，注：史丹利百得未披露研发费用

坚持研发，公司坚持外延并购不忘内生发展。过去十年研发费用逐年提升，2019 年占比与同期创科实业相当（3%）。伴随研发投入提升，公司保持稳定的新品设计。过去十年间，公司新产品合计约 1.17 万项。

存货周转率下滑，但仍与巨头持平。伴随收并购进行，公司业务逐渐多元化，存货周转率从 2014 年的 11.3 次下降到 2019 年的 4.1 次，与同期史丹利百得（4.2 次）相当，但仍高于 TTI（2.5 次）。

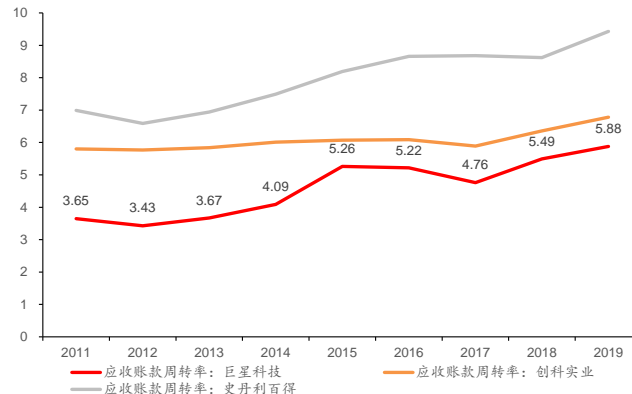
应收账款周转率稳健提升，偿债能力不断增强。根据 wind 测算，公司 2014-2019 年应收账款周转率从 4.1 次提升至 5.9 次，增长 1.8 次，与同期史丹利百得（1.9 次）持平，增长高于 TTI（2014-2019 年提升 0.8 次）近 1 次，未来伴随公司管理能力不断改善，有望追赶上海外巨头应收账款周转率（2019 公司与史丹利/创科差距 3.55 次/0.9 次）。

图 43：2019 年公司存货周转率 4.11，与海外巨头相仿



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 44：公司应收周转率逐年提升，2019 年达 5.88

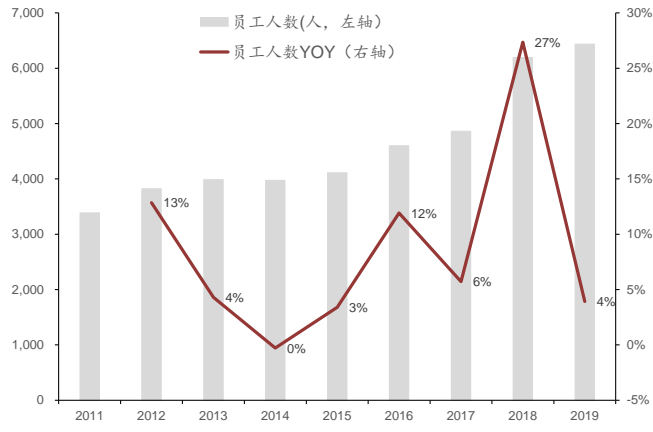


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

巨星员工人数不断提升，8 年 CAGR 约 8%。公司 2019 年员工人数 6435 人，2011-2019 年 8 年 CAGR 约 8%。

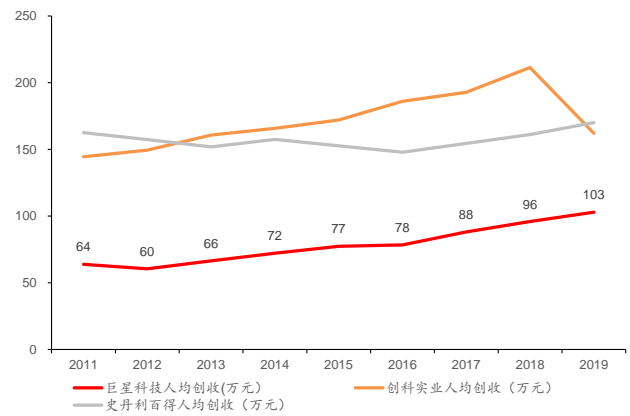
人均创收逐年提升，但与海外巨头仍有差距。人均创利维持接近水平。2019 年公司/史丹利百得/创科实业人均创收分别约为 102/162/170 万元(美元汇率 1 比 7 测算), 2014-2019 年 CAGR 分别为 6%、1.4%、0.6%。2019 年公司/史丹利百得/创科实业人均创利分别为 12.7/13/13.1 万元,与海外巨头维持同水平线,2014-2019 年 CAGR 分别为 7%/10%/1%。

图 45: 员工人数稳健增长, 2011-2019CAGR8%



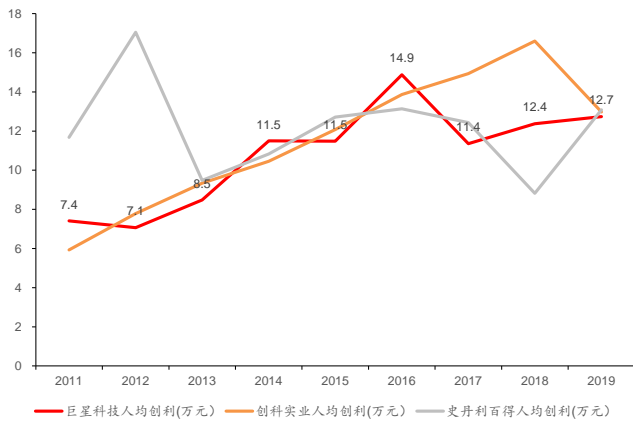
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 46: 人均创收逐年提升, 2019 年达 103 万元



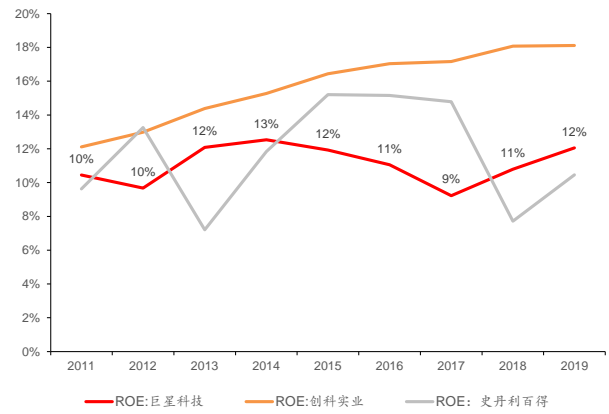
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 47: 人均创利与海外巨头接近, 2019 年人均创利约 13 万元



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 48: 巨星 ROE 略低于创科实业, 2019 年达 12%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

6. 盈利预测与估值

6.1. 各业务增速

公司主营业务分为手工工具、工业存储箱柜、激光测量仪器。增速预测如下：

手工工具（包含部分电动工具）：公司的核心业务，营收占比稳定超过70%。公司受益北美房产景气度周期且近期并购相关电动工具标的，逐渐打开电动工具市场。手工工具在北美当地属刚需，预计单价保持平稳，北美房产景气指标向好，且为先行性指标，我们认为2021年该业务销量较好，给予2020-2022年手工工具业务增速分别为14%/28%/12%。

工业存储箱柜：新收购项目，与手工工具具有较强的协同性。2018年公司收购LISTA，该业务销量激增，2020年受疫情影响，预计该板块收入小幅增长，2021年公司收购基龙100%股权，对该业务进行补强，预计2021年工业存储箱柜增速回升，2020-2022年增速分别为5%/25%/15%。

激光测量仪器：子公司欧镭激光2020年受益下游汽车智能化发展，控股子公司近年屡获海外重要订单，叠加AGV等机器人趋势，预计未来该板块营收稳健增长，给予2020-2022年25%/26%/27%的增速（10%行业+15-20%高于行业）。

其他业务：2020年因口罩业务实现高增长，根据业绩预告披露，2020年口罩业务约1.5亿美元（折合人民币约10.5亿元）。预计伴随疫情逐渐缓解，该项业务2021、2022年逐年下滑，增速约-86%、-33%。

图 49：巨星科技营收情况拆分

年份	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
手工工具产品					
销售收入（百万元）	4884	5106	5841	7496	8414
增长率（%）	29%	5%	14%	28%	12%
毛利率（%）	29%	31%	33%	34%	34%
工业存储箱柜					
销售收入（百万元）	560	965	1014	1267	1457
增长率（%）		73%	5%	25%	15%
毛利率（%）	37%	42%	42%	42%	42%
激光测量仪器					
销售收入（百万元）	471	522	653	823	1,045
增长率（%）		11%	25%	26%	27%
毛利率（%）	28%	29%	30%	30%	30%
其他业务					
销售收入（百万元）	21	32	1050	150	100
增长率（%）	167%	56%	3174%	-86%	-33%
毛利率（%）	34%	32%	34%	34%	34%
总览					
销售总收入（百万元）	5935	6625	8557	9736	11016
销售总成本（百万元）	4187	4466	5680	6372	7206
毛利（百万元）	1747	2159	2877	3364	3809
综合毛利率	29%	33%	34%	35%	35%

资料来源：浙商证券研究所测算，注：手工工具产品划分含部分电动工具产品

毛利率：我们认为伴随公司高毛利率新型产品（电动工具，激光仪器）不断推出，未来整体毛利率有望提高。受益OBM与电商渠道的战略不断推进，各业务毛利率有望实现每年1-2个百分点的上升，预计2020-2022年综合毛利率34%/35%/35%。

6.2. 短期来看，可采用整体估值法；长期来看，可采用分布估值法

公司作为国产手工具龙头，产品矩阵清晰。内生+外延并购不断拓宽产品线，逐渐切入工具存储箱柜、激光雷达及电动工具领域，全球化+数字化+并购新品内生外延兼修有望使公司逐渐成长为国际工具五金巨头。短期来看，公司聚焦手工具业务发展，可采用整体估值，参考海外同业 20-30X P/E。

表 13：整体法：可比上市公司估值对比

公司	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			EPS (元/股)			PE			PB	PS
		2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	(LF)	(LF)
史丹利百得	2127	107.09	118.40	129.86	66.14	73.13	80.20	20	18	16	3.4	2.1
SNAP-ON	818	44.21	46.78	46.64	80.70	85.39	85.13	18	17	18	3.2	3.2
创科实业	2021	63.64	75.11	90.75	3.46	4.09	4.94	32	27	22	7.9	3.1
牧田	810	37.55	37.62	40.56	13.49	13.52	14.57	22	22	20	2.1	2.4
行业平均								23	21	19	4.2	2.7
巨星科技	379	13	16	19	1.23	1.49	1.76	27	22	19	4.0	4.5

资料来源：wind，彭博，浙商证券研究所

长期来看，公司未来业务可分为手工具&工具存储箱柜、激光业务、电动工具业务。未来公司手工具市占率有望超越第二名 Apex Tool Group，缩小与史丹利百得的差距。

从史丹利业务划分来看，手工具占比总营收的 28%左右，电动工具占比总营收的 43%。史丹利百得市值约合人民币 2100 亿元，由此估算史丹利百得手工具业务市值约 600 亿元，电动工具业务市值约 900 亿元。

公司目前专注发展手工具业务，市值约 380 亿元左右，仍有较大提升空间。因此我们认为从长期角度来看，可对其业务采取分布估值的方法。

手工具业务：业绩较为稳定，参考海外同业估值，给予 20-30X 的估值。

表 14：手工具业务可比上市公司估值

公司	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			EPS (元/股)			PE			PB	PS
		2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	(LF)	(LF)
史丹利百得	2127	107.09	118.40	129.86	66.14	73.13	80.20	20	18	16	3.4	2.1
SNAP-ON	818	44.21	46.78	46.64	80.70	85.39	85.13	18	17	18	3.2	3.2
行业平均								19	18	17	3.3	2.7

资料来源：wind，彭博，浙商证券研究所

电动工具业务：或成为未来与手工具业务相当的业务，有望在未来几年通过外延逐渐得到发展。目前营收规模较小，伴随体量逐渐增长（净利润超 1 亿元规模），公司作为手工具龙头，客户与产品有望与原有业务协同发展，给予与海外龙头创科实业对等的估值，约 30-40X P/E。

表 15：电动工具业务可比上市公司估值

公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			EPS (元/股)			PE			PB	PS
		2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	(LF)	(LF)
史丹利百得	2127	92.54	102.31	112.21	66.14	73.13	80.20	20	18	16	3.4	2.2
创科实业	2021	50.43	59.52	71.91	3.46	4.09	4.94	32	27	22	7.9	3.1
牧田	810	37.55	37.62	40.56	13.49	13.52	14.57	22	22	20	2.1	2.4
山东威达	43	2.52	3.57	4.79	0.60	0.85	1.14	17	12	9	1.8	2.2
行业平均								23	20	17	3.8	2.5

资料来源：wind, 彭博, 浙商证券研究所

激光测量仪器业务为公司近年来新增业务，主要涉及激光扫平仪、测距仪、3D 激光雷达等。海外公司 Velodyne 市值约 21.3 亿美元，Velodyne 预计 2024 年营收约 6.84 亿美元，应对 PS 约 5.4 倍。2019 年巨星科技营收约 5 亿元，长期看对应合理估值约 27 亿元。

从目前来看，我们认为整体估值与分布估值相差较小，主要原因系目前公司激光产品业务与电动工具业务处于起步阶段（暂不考虑净利润），计入计算的仅为手工工具业务，对应同业公司估值约 20-30X，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 13/16/19 亿元，同比增长 48%/21%/18%，对应 PE 27/22/19X。公司作为国内手工工具龙头，处于高速发展阶段，给予 2021 年 30X 估值，6-12 月股价 47 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

7. 风险提示

1) 北美房产景气度不及预期；2) 电商渗透速度不及预期；3) 并购整合不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5144	7323	8597	10587	营业收入	6625	8557	9736	11016
现金	2457	3996	4927	6499	营业成本	4466	5680	6372	7206
交易性金融资产	72	67	75	71	营业税金及附加	26	42	46	50
应收账款	1111	1471	1663	1796	营业费用	587	556	613	639
其它应收款	33	67	65	71	管理费用	478	522	613	661
预付账款	44	79	85	89	研发费用	204	240	312	352
存货	1194	1438	1604	1855	财务费用	(39)	24	(54)	(44)
其他	234	205	178	206	资产减值损失	17	42	57	49
非流动资产	5988	4933	5565	5932	公允价值变动损益	8	8	8	8
金额资产类	0	92	77	56	投资净收益	75	75	75	75
长期投资	1931	1219	1339	1497	其他经营收益	75	37	45	52
固定资产	1058	1144	1232	1300	营业利润	1045	1573	1905	2239
无形资产	508	624	764	870	营业外收支	(0)	(0)	(0)	(0)
在建工程	129	175	196	213	利润总额	1045	1573	1904	2238
其他	2361	1678	1956	1996	所得税	142	236	286	325
资产总计	11132	12256	14162	16519	净利润	904	1337	1619	1913
流动负债	2516	2367	2613	3028	少数股东损益	9	13	15	18
短期借款	823	450	478	584	归属母公司净利润	895	1324	1603	1895
应付款项	1203	1427	1570	1842	EBITDA	1226	1693	2008	2338
预收账款	57	68	82	91	EPS (最新摊薄)	0.83	1.23	1.49	1.76
其他	433	422	483	510	主要财务比率				
非流动负债	1000	830	872	901		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	689	689	689	689	成长能力				
其他	311	141	183	211	营业收入	11.64%	29.16%	13.77%	13.14%
负债合计	3516	3197	3485	3928	营业利润	18.31%	50.46%	21.08%	17.53%
少数股东权益	186	199	214	232	归属母公司净利润	24.83%	47.94%	21.08%	18.21%
归属母公司股东权益	7431	8860	10463	12359	获利能力				
负债和股东权益	11132	12256	14162	16519	毛利率	32.59%	33.62%	34.56%	34.58%
					净利率	13.64%	15.62%	16.62%	17.37%
					ROE	12.40%	15.88%	16.25%	16.29%
					ROIC	10.07%	13.39%	13.66%	13.69%
					偿债能力				
					资产负债率	31.58%	26.09%	24.61%	23.78%
					净负债比率	48.19%	39.21%	37.53%	36.11%
					流动比率	2.04	3.09	3.29	3.50
					速动比率	1.57	2.49	2.68	2.88
					营运能力				
					总资产周转率	0.65	0.73	0.74	0.72
					应收帐款周转率	5.88	6.57	6.02	6.04
					应付帐款周转率	5.02	5.24	4.85	5.00
					每股指标(元)				
					每股收益	0.83	1.23	1.49	1.76
					每股经营现金	0.75	1.07	1.33	1.62
					每股净资产	6.91	8.24	9.73	11.49
					估值比率				
					P/E	40.04	27.07	22.35	18.91
					P/B	4.82	4.04	3.43	2.90
					EV/EBITDA	9.09	19.69	16.17	13.29

现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	810	1153	1430	1746
净利润	904	1337	1619	1913
折旧摊销	136	84	96	106
财务费用	(39)	24	(54)	(44)
投资损失	(75)	(75)	(75)	(75)
营运资金变动	177	(140)	(21)	87
其它	(292)	(77)	(135)	(241)
投资活动现金流	(1395)	747	(608)	(330)
资本支出	(131)	(203)	(190)	(175)
长期投资	(926)	620	(105)	(137)
其他	(338)	330	(313)	(18)
筹资活动现金流	265	(360)	109	155
短期借款	662	(373)	28	106
长期借款	(137)	0	0	0
其他	(259)	13	81	49
现金净增加额	(320)	1539	931	1571

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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“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。

本报告仅供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 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>