

## 巨星科技 VS 创科实业

### 2021 年 6 月跟踪，五金工具产业链深度梳理

今天，我们对五金工具这个细分赛道，做一些跟踪。

2021 年 4 月 15 日，**巨星科技**公布 2020 年业绩——实现营业收入 85.44 亿元，同比增长 28.96%；归母净利润 13.5 亿元，同比增长 50.85%。

2021 年 4 月 14 日，**创科实业**公布 2020 年业绩——实现营业收入 640.22 亿元 (全文采用汇率 6.5249 人民币/美元)，同比增长 28%；归母净利润 52.26 亿元，同比增长 30.2%。

从 Wind 机构一致预期收入来看：

巨星科技——2021-2023 年，机构一致预期收入规模大致为：100.73 亿元、118.38 亿元、132.61 亿元，预期同比增速分别为：17.9%、17.51%、12.02%

创科实业——2021-2023 年，机构一致预期收入规模大致为：715.78 亿元、815.94 亿元、947.87 亿元，预期同比增速分别为：11.81%、13.99%、16.16%。

看到这里，有几个值得思考的问题：

- 1) 五金工具，这条产业链近期的数据变化，反映了背后何种的经营逻辑？
- 2) 从关键经营数据来看，怎样的业务布局，才能带来长期的竞争优势？

(壹)

2019 年 GTS 披露五金工具市场规模约 650 亿美元。五金工具市场按照产品可细分为：手工具和存储箱（含其他设备）占比约 35%，电动工具占比约 65%。

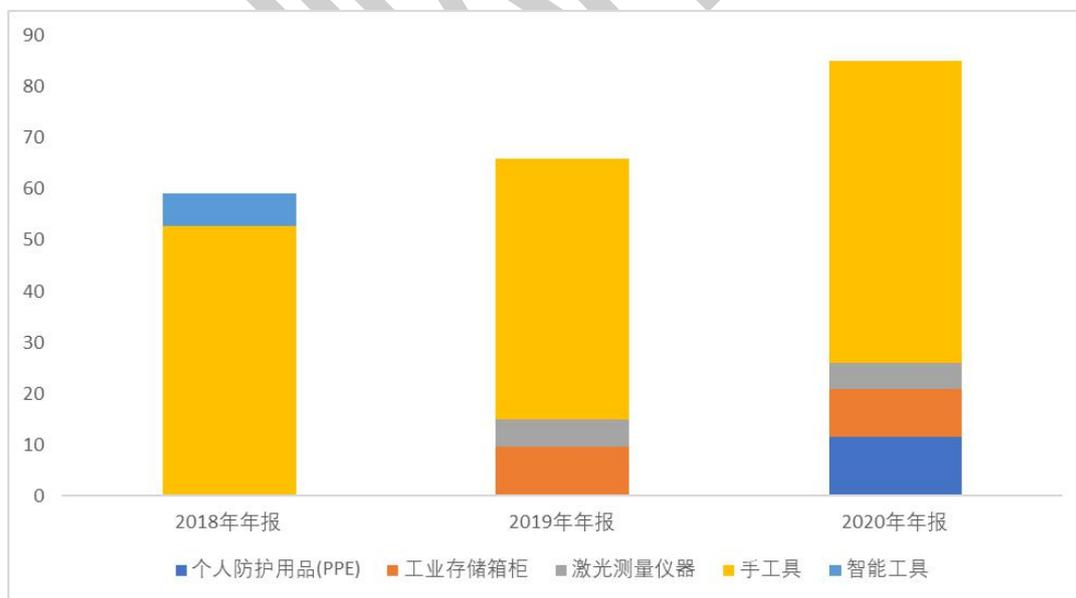
首先,我们先从收入体量和业务结构,对这两家公司有一个大致了解。

以 2020 年收入为例对比体量，创科实业 (640.22 亿元) > 巨星科技 (85.44 亿元)。

从收入构成来看：

巨星科技——手工具（69.5%）、个人防护用品（13.44%）、存储箱（11%）、激光测量仪器（6%）。其中，个人防护用品主要为口罩等防疫物品，为2020年新增收入。从销售地区来看：美洲（71.6%）、欧洲（18.79%）、国内（5.22%）、其他地区（4.39%）。

创科实业——电动工具（接近90%），地板护理（10左右%）。其中，电动工具包括配件、储存及手动工具。从销售地区来看：北美洲（78%）、欧洲中东北非（14%）、其他地区（8%）。



图：巨星科技收入构成（单位：亿元人民币）

来源：塔坚研究



图：创科实业收入构成（单位：千美元）

来源：塔坚研究

(贰)

接下来，我们将近 10 个季度的收入和利润增速情况放在一起，感知增长趋势：

1) 收入增长



图：10 个季度营业收入增速（单位：%）

来源：塔坚研究

从近 10 个季度收入增速对比来看，巨星科技>创科实业。

拆开来看：

巨星科技——2019Q1 收入增速达到顶峰。2018 年收入大幅增长主要来自于两次并购，分别是：

- 1) 2017 年**收购 Arrow**，当年 7 月并表。Arrow 生产钉枪，占美国大型连锁超市近 60%的市场份额，工业领域近 38%的市场份额。
- 2) 2018 年**收购 Lista**，当年 7 月并表。Lista 主营存储柜，在欧洲市场占有率 14%，客户包括戴姆勒、宝马、空客、德航等。2018 年 Arrow、

Lista 并表贡献 5.4 亿、4.3 亿，剔除收购的业务，巨星科技营收内生增速是 14.3%。

2020Q1 的低点主要受到卫生事件影响。2020Q2 开始营业收入增速回升主要有两点，分别是：

1) 口罩等防疫物资大规模出口，带来营业收入 11.43 亿元。剔除口罩业务后，2020 年主营业务同比增长 11.7%。

2) 北美卫生事件后信贷大规模扩张，导致房地产景气度高涨。北美新屋销售及成屋销售均创 2006 年以来的历史新高，导致五金工具需求激增。

综合北美房地产景气度，2020 年底收购电动工具 Shop-Vac（2019 年收入 2.08 亿美金）带来的并表影响，本轮营业收入的高速增长可维持至 2021Q2~Q3。

**创科实业**——营业收入增速低点出现在 2019Q2，主要是创科实业主动退出低利润的西欧地区和交流电直立吸尘器市场，导致地板护理业务同比上年下滑 12%。

2020Q4 收入增速为近年来高位。由于创科实业的电动工具涉及工业级、专业级、DIY 级，41.8%的下游需求来自住房建筑、家庭维修及 DIY，30.2%来自于商业及工业建筑，合计 72%与地产相关，因此相对于巨星科技（手工具为主，下游需求 60%来自于普通消费者的 DIY 市场）更受益于北美房地产的景气周期。

**注意，由于两家五金工具公司的主要需求都来自海外，因此，其增长与北美房地产市场的景气度相关度较高。**

具体来看，2018 年 Q4，是其景气度较高的位置，随后有所下滑，到 2020 年 Q2，景气度开始复苏。

从美国新屋销售和库存来看，2018 年下半年，新屋销售处于负增长，同时，新房库存增长较快，房地产市场呈现库存积压的状态，2020 年二季度开始，新屋销售增速明显快速上行，同时，新屋库存处于负增长中，这表明，当前的景气度仍有一定持续的惯性。



图：美国新建住房销售增速与待售增速

来源：Wind

2) 归母净利润增速



图：10个季度归母净利润增速（单位：%）

来源：塔坚研究

从归母净利润增速来看，巨星科技>创科实业，与收入增速基本匹配。巨星科技归母净利润增速高点出现在 2019Q2，较营业收入增速晚一个季度触顶。主要是因为 2019Q2 汇兑损益，导致财务费用从 Q1 的 0.45 亿元，下降至-0.21 亿元。

创科实业的归母净利润增速均高于营业收入增速，主要是因为毛利率一直在提升。2017 年至 2020 年末，毛利率分别提升 0.5pct、0.5pct、0.6pct。

整体来看，虽然驱动力相近，但两家公司的增长中枢有一定差异，巨星科技的增长中枢在 25%左右，创科实业的增长中枢在 15%左右，这与两者的规模存在一定差异。

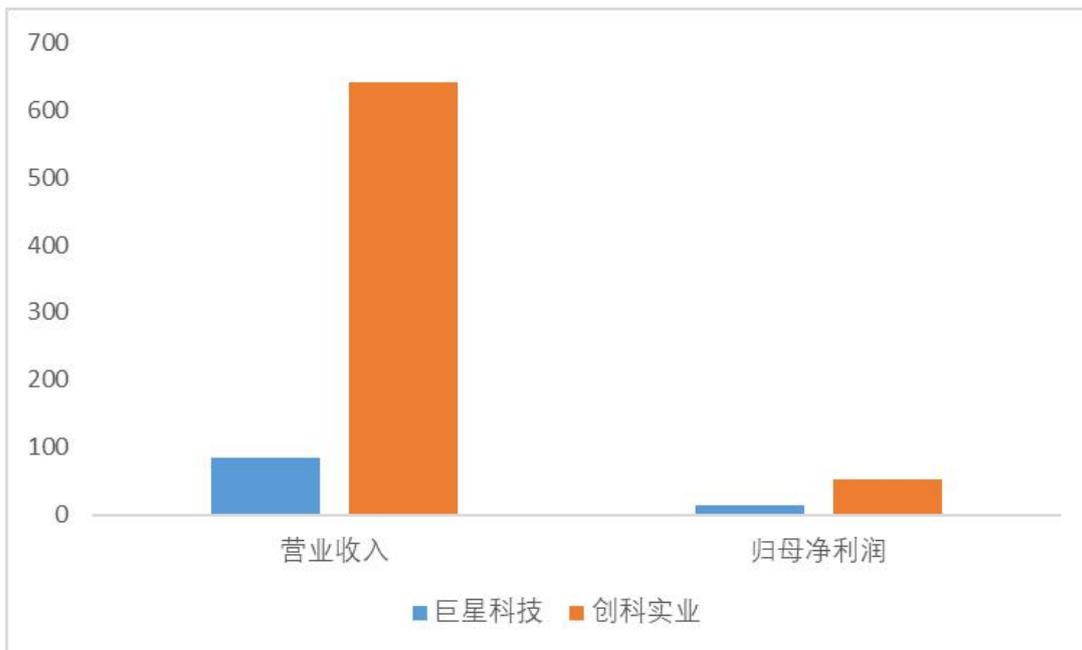
(叁)

对增长态势有一定感知后，我们接着再将两家公司的收入和利润情况拆开，看近期财报数据。

| 公司名称 | 营业收入   | 营业收入增速 | 归母净利润 | 归母净利润增速 | 销售毛利率 | 销售净利率 |
|------|--------|--------|-------|---------|-------|-------|
| 巨星科技 | 85.44  | 28.96  | 13.5  | 50.85   | 30.64 | 15.97 |
| 创科实业 | 640.22 | 28     | 52.26 | 30.2    | 38.3  | 8.16  |

图：新一期财务数据（单位：亿元，%）

来源：塔坚研究



图：新一期财务数据（单位：亿元）

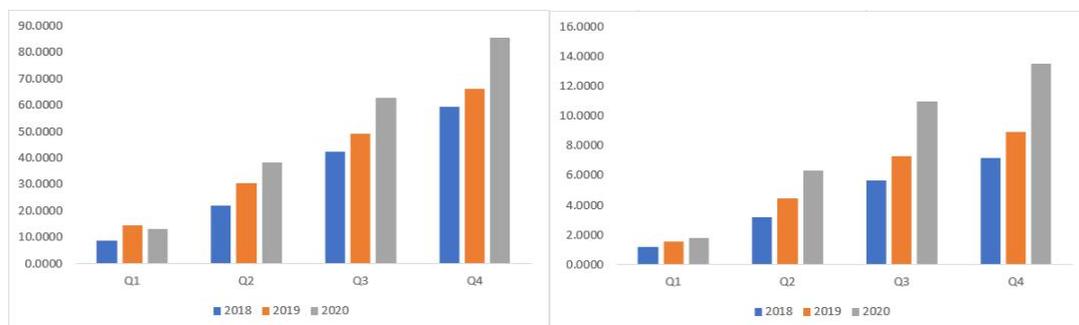
来源：塔坚研究

从 2020 年收入规模来看，创科实业（640.22 亿元）>巨星科技（85.44 亿元），收入增速上，巨星科技（28.96%）>创科实业（28%）。具体来看：

1) 巨星科技——根据年报，2020 年实现营业收入 85.44 亿元，同比增长 28.96%；归母净利润 13.5 亿元，同比增长 50.85%。

毛利率为 30.6%，同比下降 1.95 个百分点；净利率 15.97%，同比上升 2.33 个百分点。毛利率下滑主要由于 20Q4 调整销售费用中运输费约 2.08 亿元至营业成本。净利率的提升主要来自于投资收益，增资中策橡胶，确认投资收益 2.97 亿元。

从单季度表现来看，四季度营业收入 22.68 亿元，同比增长 33.65%；归母净利润 2.55 亿元，同比增长 52.61%。



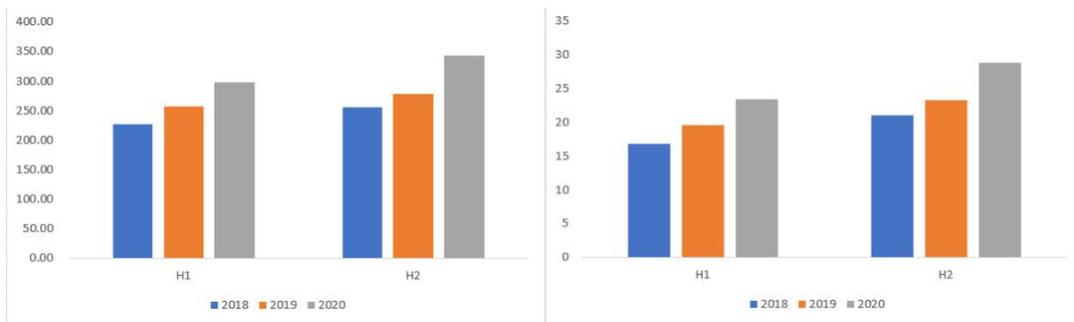
图：巨星科技季度收入（左图）、季度净利润对比（右图）

来源：塔坚研究

2) 创科实业——根据年报，2020 年实现营业收入 640.22 亿元，同比增长 28%；归母净利润 52.26 亿元，同比增长 30.2%。

毛利率为 38.3%，同比上升 0.06 个百分点；净利率 8.16%，同比上升 0.14 个百分点。

单看 2020H2，营业收入 342.48 亿元，同比增长 42.32%；归母净利润 28.78 亿元，同比增长 23.47%。



图：创科实业半年度收入（左图）、半年度利润对比（右图）

来源：塔坚研究

综合来看，目前巨星科技和创科实业当前的增长在历史上处于较高位置，且可持续受益于美国房地产景气周期。根据这个行业的全球龙头公司 Stanley 前瞻指引预测，2021H1 整体工具存储板块实现 27%-32% 的营收增长，相对于 2020Q4 进一步提速。

(肆)

对比完增长情况，我们再来看净利率、费用率的变动情况：净利率的排序为：巨星科技>创科实业，巨星科技有一定抬升的趋势。差异主要来自毛利率、销售费用率。



图：净利率（单位：%）

来源：塔坚研究

### 1) 毛利率



图：毛利率（单位：%）

来源：塔坚研究

毛利率方面，创科实业>巨星科技，两家都维持上升态势。

毛利率的差异主要来自于产品结构的差异。巨星科技早期为OEM代工商，后转为ODM代工厂（在OEM的基础上提供设计），现在逐步升级为附加价值更高的OBM（自有品牌）。2018年自有品牌业务占总营收的19.3%，2020年底提升至30.74%。剔除口罩业务，2020年OBM占比35.5%。

2020年，其毛利率有所下滑，是因为其将原本计入销售费用的运费计入了成本，导致毛利率有所下降，如果调整至与历史可比口径，2020全年，其毛利率为33%，与之前相比稳定。

创科实业以OBM为主，并且电动工具的核心零部件电池模组、无碳刷马达和电子系统科创均能自产。并且，针对专业领域（相比DIY市场技术含量高，毛利率更高）的子品牌Milwaukee，从2016年占营业收入的比重45%左右，提升至2020年的60%以上。

## 2) 销售费用



图：销售费用率（单位：%）

来源：塔坚研究

销售费用方面，创科实业>巨星科技。

销售费用率的差异同样来自于产品结构的差异。创科实业为自有品牌，而巨星科技为代工。

随着巨星科技向品牌转型，OBM 比例提高，其销售费用率呈现提升趋势，销售费用率从 2016Q3 的 4.4% 提升至 2019Q2 的 10.6%。2020 年起，其销售费用率开始下滑，同样由会计处理导致，2020 年，其将运输费用从销售费用转移进入成本，按原有口径调整后，其 2020 年销售费用率为 7.8%，较 2019 年有明显下降。

创科实业的毛利率更高，但净利率更低，主要在于其推广自有品牌，需要投入更高的销售费用，而巨星科技此前由于代工，则并没有大量投入销售费用，后续，随着其向自有品牌转型，销售费用支出比例大概率会进一步提升。

注意，从毛利率和费用率来看，自有品牌的创科实业表现反而弱于代工的巨星科技。虽然毛利率方面创科实业略高，但销售投入方面，巨星显著低于创科，此处，存在调研点，需要后续调研才能解决。

那么，两家的销售费用率是否差异较大？

从巨星科技在年报中的表述来看，其认为，创科所在电动工具领域存在较高壁垒，其作为手动工具的供应商较难切入，是卫生事件造成 Shop-Vac 和 BeA 等厂商现金流断裂，给了其切入市场的机会，但从其销售费用表现来看，并没有出现较大的提升，其销售费用率仅有 8% 左右。

注意，壁垒更高的创科，作为电动工具行业全球第二，仍在持续的投入销售费用打造品牌，销售费用率为 26%，这个水平，要高于电动工具行业排名龙头的史丹利百得，其销售费用率稳定在 20%。

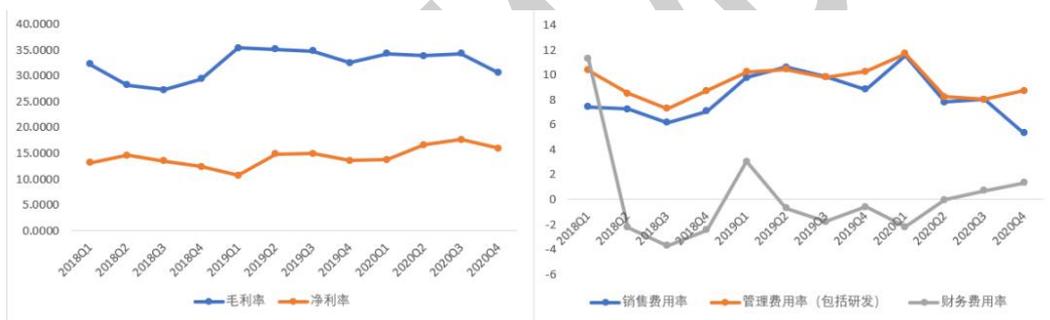
而巨星作为后入市场的竞争者，壁垒并不比创科更高，想借助卫生事件的机会切入这个市场，但却减少了销售费用的投入，后续需要继续跟踪

巨星科技的销售费用变化情况。合理情况下，其销售费用率应当会有显著的提升才对。

(伍)

对利润率变动情况有感知后，我们再将两家公司开拆，分别看利润率和费用率的变动情况：

1) 巨星科技



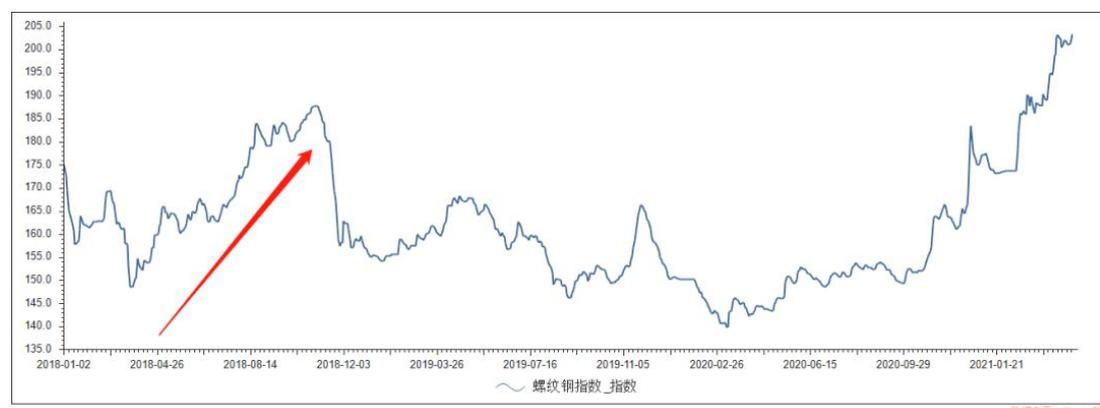
图：巨星科技净利率和三费（单位：%）

来源：塔坚研究

从趋势上看，巨星科技的净利率处于上升趋势，与毛利率趋势基本一致。

毛利率——2018年毛利率的下滑主要来自于原材料的涨价。五金工具的成本 1/3 来自原材料，1/3 是人工成本，1/3 是税费等杂项。就原材料

来看，包括：螺纹钢、塑料和纸，其中螺纹钢在 2018 年价格峰值上涨了 25%。



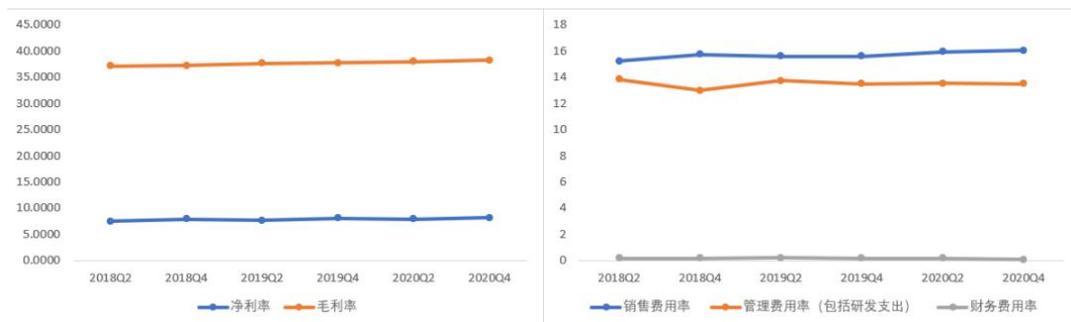
图：螺纹钢价格指数

来源：choice

此处，巨星科技虽然出口业务占比高，但是其出口产品定价为 FOB（离岸价）方式，进口关税均有客户承担，因此毛利率未受到宏观环境变动的

影响。  
财务费用——财务费用波动主要受到汇率影响。2018Q3 为费用率低点，主要是因为美元兑人民币升值，当年汇兑损益收入为 1.48 亿元，上年同期为损失 1.34 亿元。

## 2) 创科实业



图：创科实业净利率和三费（单位：%）

来源：塔坚研究

从趋势上看，创科实业的净利率处于上升趋势，与毛利率趋势一致，且整体更为平稳。

毛利率——稳步提升来自于 1) 电动工具自产的零部件比例提升，2) 毛利率更高的专业市场工具占比提升。

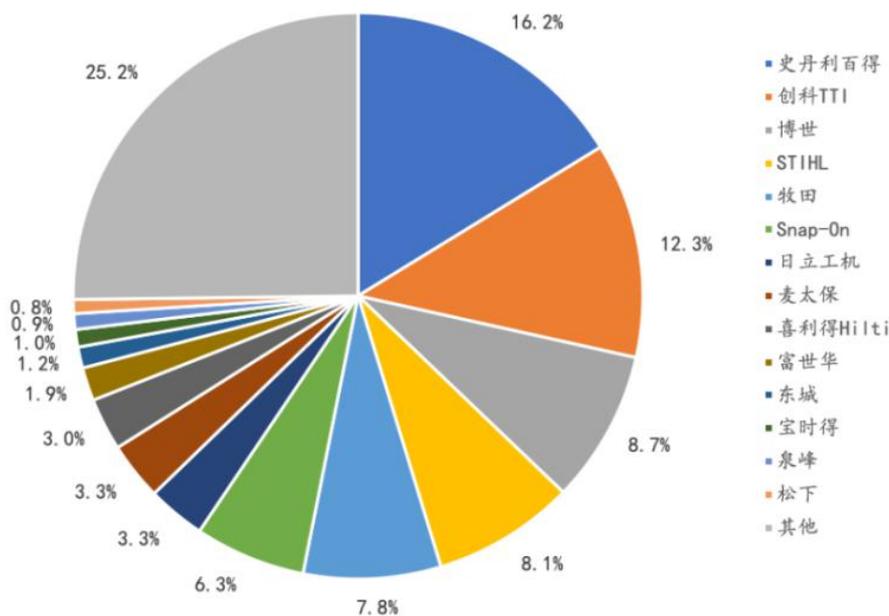
财务费用率——之所以没有像巨星科技波动那样大，主要因为创科实业记账本币为美元，并且在美国设有 6 座工厂，因此汇率波动对于财务费用的影响较小。

(陆)

2019 年 GTS 披露，五金工具市场规模约 650 亿美元。五金工具市场按照产品可细分为：手工具和存储箱（含其他设备）占比约 35%，电动工具占比约 65%。

从手工具市场来看，2020 年行业龙头的史丹利百得市占率约 20%，行业第二的 Apex Tool 市占率 10%，巨星科技为行业第三，市占率 8.5%。

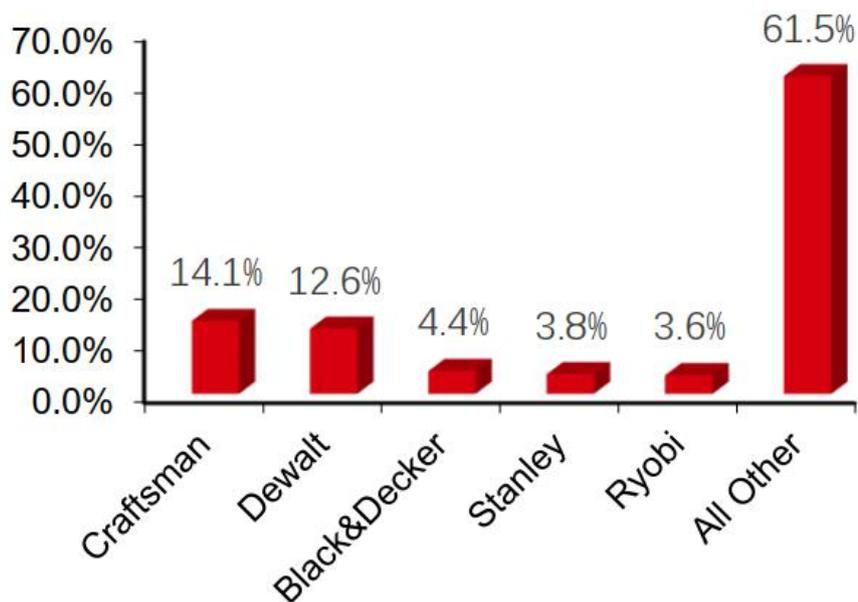
电动工具厂商集中度较高，CR5 的市场份额为 53.1%。前五大品牌商分别为史丹利百得（市占率 16.2%）、创科实业（市占率 12.3%）、博世（市占率 8.7%）、喜利得（市占率 8.1%）及牧田（市占率 7.8%）。



图：2019 年全球电动工具主要企业市场份额

来源：《国内电动工具行业发展白皮书（2020 年）》

再来看单一品牌的五金工具市占率，排名龙头的品牌 Craftsman（属于史丹利百得）市占率 14.1%，Dewalt 市占率 12.6%，Black&Decker 市占率 4.4%，Stanley 市占率 3.8%，Ryobi 市占率 3.6%，CR5 市占率为 38.5%。



图：五金工具品牌市占率

来源：TraQline，中信证券

综合来看：

1) 手工具市场的天花板较低。在维持手工具基本盘的情况下，巨星科技未来在五金工具的发展方向势必是电动工具市场。因此，2020年巨星收购吸尘器品牌 Shop-Vac，同样具备电机/电控/电池及电源系统的技术储备，为以后在电动工具领域的发展打下基础。如果布局成功，则电动工具将成为其增长增量。

2) 消费者在选择五金工具品牌时并不会倾向于特定品牌，而是会根据具体要求进行选择。因此，五金工具商很难凭借单一品牌做大，必须通

过外延并购或自主设计推广（难度极大）来形成品牌矩阵。巨星未来的增长，也需要借助并购手段。

(柒)

以上，基本数据情况分析清楚后，我们来看各家的关键经营数据有何变化。

.....

以上，仅为本报告部分内容,仅供试读。

如需获取本报告全文及其他更多内容，请订阅产业链报告库。

一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

· 订阅方法 ·

长按下方二维码，一键订阅



扫码了解核心产品-产业链报告库

了解更多，可咨询工作人员：bgysyxm2018

**【版权、内容与免责声明】** 1) 版权：版权所有，违者必究，未经许可不得翻版、摘编、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创：如有引用未标注来源，请联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容：我们只做产业研究，以服务于实体经济建设和科技发展为宗旨，本文基于各产业内公众公司属性，据其法定义务内向公众公开披露之财报、审计、公告等信息整理，不采纳非公开信息，不为未来变化背书，不支持任何形式决策依据，不提供任何形式投资建议。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性，亦不为任何个人决策和市场变化负责。内容仅服务于产业研究需求、学术讨论需求，不提供证券期货市场之信息，不服务于虚拟经济相关人士、证券期货市场相关人士，以及无信息甄别力之人士。如为相关人士，请务必取消对本号的关注，也请勿阅读本页任何内容。4) 格式：我们仅在微信呈现部分内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分产业，不保证您需要的行业都覆盖，也不接受任何形式私人咨询问答，请谅解。6) 平台：内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。7) 完整性：以上声明和本页内容构成不可分割的部分，在未仔细阅读并认可本声明所有条款的前提下，请勿对本页面做任何形式的浏览、点击、转发、评论。

**【数据支持】** 部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、智慧芽、理杏仁、企查查；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内

外研究, 以上几家必不可少。如果大家有购买以上机构数据终端的需求, 可和我们联系。

并购优塾