

巨星科技 (002444)

证券研究报告

2021年11月26日

国内手工具出海龙头，odm 稳定增长+自有品牌快速扩张驱动成长

公司是专业从事手动工具生产与销售的国内龙头企业，已有 20 多年历史，稳居世界手工具行业前列。手工具业务是公司的主要业务，公司另有存储箱柜，激光测量仪器等业务。公司控制权集中，董事长控股公司。

工具行业历史悠久，行业龙头 SWK 的历史可以追溯到 1843 年，电动工具与手工具存在差异。工具行业可以分为手工具与电动工具，两者主要有两点差异：1、手工具与电动工具使用场景存在差异，互相无法完全替代。2、电动工具技术含量较高，单产品价格较高。同时手工具行业 sku 较多，产品格局较为分散。

行业规模与趋势上，2020 年工具行业规模 670 亿美元，手工具行业规模 250 亿美元。SWK 与 TTI 是工具行业龙头，整体行业份额正在向龙头集中，巨星科技作为国内龙头，甩开竞争者一定身位差距。

工具行业需求景气，供应链依赖中国。下游消费场景主要是消费者 DIY、汽车维修、工程建设、工业领域，需求景气。疫情使得线上销售快速增长，但是线下业务仍然是重点。工具行业整体供应链依赖中国，但是在美国对中国加征关税的背景下，东南亚具有低关税优势。

巨星科技有望获得行业增长、格局优化的红利。行业内的先发龙头，在面临业务的取舍时，手工具并非处在第一优先级，导致这些海外巨头手工具业务增长乏力。巨星科技每年投入大量研发费用，每年研发新品超过 1000 个，在上游具有分散的产能供给，自身拥有大量制造工厂，下游多渠道销售，同时线上销售高速增长。在未来，公司将继续推进自有品牌销售，使用自有资金进行并购，在份额持续提升的过程中，不定期享受并购带来的业务规模扩大红利。

盈利预测与估值：巨星科技是国内手工具领域出海龙头，对应手工具赛道下游持续高景气，上游产能逐渐向中国集中。公司 ODM 业务稳定增长，战略上持续推进自有品牌与海外线上业务，自有品牌占比不断提高，同时公司积极寻求并购机会，收购了如 Arrow、prime-line、lista 等知名品牌。未来公司有望继续享受中国及东南亚的制造成本优势，稳步提升自身产能，切入动力工具赛道，依靠对工具类目供应链、渠道、品牌、研发的理解，作为龙头持续获得市场份额。

综合预计公司 2021-2023 年营收 104.60 亿/125.04 亿/137.44 亿元，净利润 13.96 亿/17.96 亿/20.33 亿元。给予 2022 年 25 倍 PE，对应目标价 39.27 元。

风险提示：汇率波动风险，并购不及预期风险，美国对华贸易政策改变风险，运力不足风险，原材料价格提升风险，疫情反复影响东南亚生产风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,625.46	8,544.44	10,459.43	12,503.70	13,744.04
增长率(%)	11.64	28.96	22.41	19.54	9.92
EBITDA(百万元)	1,301.36	2,199.27	1,740.80	2,220.20	2,504.61
净利润(百万元)	895.03	1,350.13	1,395.81	1,796.16	2,032.74
增长率(%)	24.83	50.85	3.38	28.68	13.17
EPS(元/股)	0.78	1.18	1.22	1.57	1.78
市盈率(P/E)	40.03	26.53	25.67	19.94	17.62
市净率(P/B)	4.82	4.06	3.51	3.03	2.61
市销率(P/S)	5.41	4.19	3.43	2.87	2.61
EV/EBITDA	8.00	14.55	19.26	14.39	12.10

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/通用机械
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	32.93 元
目标价格	39.27 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,143.44
流通 A 股股本(百万股)	1,082.10
A 股总市值(百万元)	37,653.43
流通 A 股市值(百万元)	35,633.51
每股净资产(元)	9.16
资产负债率(%)	32.53
一年内最高/最低(元)	41.58/25.10

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

吴慧迪 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521080005
wuhuidi@tfzq.com

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

朱晔 联系人
zhuyue@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《巨星科技-公司点评:贸易战缓和利好海外业务，智能工具引领未来增长》2018-12-03
- 《巨星科技-公司点评:全资收购欧洲专业储存设备 Lista，持续加码智能制造》2018-06-03
- 《巨星科技-年报点评报告:业绩符合预期，看好服务机器人发展前景》2018-04-26

内容目录

1. 手工具品类龙头企业，出海渠道为主，不断外延拓展新品类	5
1.1. 手工具为主，不断外延拓展新的品类	5
1.2. 股权结构集中稳定，董事长是公司实际控制人	7
1.3. 营收稳定增长，稳健的财务为扩张提供保障	8
2. 工具行业手动/动力赛道差异化发展，并购持续推进，供应链依赖中国	10
2.1. 工具行业已存在上百年，可分为动力工具和手工具	10
2.2. 动力工具技术较手工具赛道差异化发展，手工具 sku 多，单品产值小，巨星科技是手工具龙头	10
2.2.1. 手工具与电动工具差异化发展，互相难以完全替代，动力工具技术含量与价格较高	10
2.2.2. 手工具赛道 sku 数量较动力工具更多，我们认为手工具产品格局更为分散，做大做强需要跨越多品类	11
2.2.3. 整体工具行业规模 650 亿美元，SWK 持续位列第一，集中度不断提高	13
2.2.4. 手工具市场规模 250 亿美元，巨星科技是国内绝对龙头，世界领先	13
2.3. 手工具行业供需：需求稳定增长，供应链依赖中国	13
2.3.1. 手工具需求端：消费者 DIY、汽车修理、建造、工业，需求景气	14
2.3.2. 疫情催生线上业务，但是工具行业线下依旧重要	16
2.3.3. 供应链：中国为主要产能供给方，但美国龙头有大量美国产能	16
2.3.4. 后贸易战下，东南亚成为关税洼地，布局东南亚的工具公司一定程度受益	18
2.4. 巨头并购持续推进，获得多元化的品牌矩阵	19
3. 持续专注手工具业务，稳定的供应链与下游渠道将帮助巨星获得更多份额	21
3.1. 先发友商手工具业务增长较为乏力，巨星科技有望成为新龙头	21
3.2. 每年投入大量研发费用，持续推出新 sku	23
3.3. 多渠道销售，拥有多个子品牌，不断推进线上化	24
3.3.1. 线上渠道不断拓展，线上业务高速增长	25
3.3.1. 线下销售集中于各类大型连锁超市、建材超市	25
3.4. 产能自有+外采，供应商分散度高，前五大供应商占比不断下降	26
3.5. 自有品牌占比不断提高，ODM 到 OBM 进一步贡献毛利率增量	27
3.6. 持续在手工具相关领域内并购，获得渠道与品牌	27
3.7. 激光业务、存储柜业务与电动工具业务可能贡献新的业务增量	28
3.7.1. 激光业务不断开拓，贡献新的业务增量	28
3.7.2. 进军存储柜业务，持续拓展手工具相关类目	28
3.7.3. 切入动力工具领域，有望获得新增长	29
4. 盈利预测与估值	29
5. 风险提示	31

图表目录

图 1: 巨星科技分业务营收 (亿元)	5
图 2: 公司手工具产品举例	5
图 3: 公司手工具产品举例	5
图 4: 巨星科技存储柜产品	6
图 5: 巨星科技激光测距仪	7
图 6: 公司股权结构	7
图 7: 历史营收不断增长 (亿元)	8
图 8: 毛利率有向上趋势	8
图 9: 销售、管理费用有小幅上升趋势, 2020 年回落, 财务费用在 0 上下波动	8
图 10: 净利润不断提升 (亿元)	9
图 11: 净利率在近年有提升趋势	9
图 12: 巨星科技存货销售比	10
图 13: SWK 的业务划分	10
图 14: 各类电动工具市场份额占比	11
图 15: 不同型号的扳手	11
图 16: 不同细分应用场景的扳手	12
图 17: 工具行业集中度不断提高	13
图 18: SWK 下游场景	14
图 19: stanley 的工具下游场景, 主要是存量与新增房屋维修	14
图 20: 美国成屋销售 (万套)	14
图 21: 美国 30 年期抵押贷款固定利率	15
图 22: 美国机动车数量 (亿辆)	15
图 24: 中国工具五金出口额 (亿美元)	16
图 25: SWK 旗下 craftsman 在美国的工厂数量, 黑色为即将投产	17
图 26: craftsman 官网宣传图	18
图 27: stanley 官网宣传图	18
图 28: SWK 的 branding positioning	19
图 29: 工具品牌多数拥有子品牌	19
图 30: 巨星科技拥有的子品牌	20
图 31: SWK 年手工具与电动工具营收 (单位: billion 美元)	21
图 32: snap-on 历年工具业务营收 (亿美元)	22
图 33: snap-on 毛利率	22
图 34: snap-on 其他业务营收, 有一定增长趋势 (亿美元)	23
图 35: 巨星科技历年研发新品数量 (个)	23
图 36: 公司研发费用逐年提升 (亿元)	24
图 37: 公司的海外线上线下渠道丰富多样	24
图 38: 估算得到的公司线上线下占比	25
图 39: 五大供应商集中度持续下降	26
图 40: 自有品牌比例有上升趋势	27
图 41: 公司激光业务收入 (亿元)	28
图 42: 巨星科技存储箱柜收入 (亿元)	29

图 43: 巨星科技动力工具业务快速增长 (亿元)	29
图 44: 公司估值主要指标	30
表 1: 美国对中国手工具加征关税举例	18
表 2: 美国对越南手工具关税举例	18
表 3: SWK 并购历史	20
表 4: 创科实业并购历史	21
表 5: 巨星科技下游主要渠道销售额占比	25
表 6: 巨星科技产能外采前五大供应商金额及其占采购总额比例 (万元)	26
表 7: 巨星科技并购历史	27
表 8: 可比公司 pe (2021 年 10 月 25 日)	31

1. 手工具品类龙头企业，出海渠道为主，不断外延拓展新品类

公司是专业从事手动工具、激光产品、智能工具、服务机器人等产品研发、生产和销售的智能装备企业，技术水平居行业前列，是目前国内手工具行业的龙头企业。公司拥有覆盖全球的销售渠道和强大的研发能力，主要客户为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、欧美专业汽配连锁等。

公司主要有三个业务板块：手工具与电动工具业务（主要为手工具业务）、存储柜业务、激光测量仪器业务。近年来，公司不断拓展业务范围，在保持手工具主业增长的同时，其他业务占比大幅增长。

图 1：巨星科技分业务营收（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

1.1. 手工具为主，不断外延拓展新的品类

①手工具业务与电动工具业务

公司五金工具业务凭借研发能力强、渠道优势大、服务能力优、综合竞争力强等优势，稳居世界手工具行业前列。手工具业务一直是巨星科技的主业，在手工具领域方面，巨星科技收购了 Goldblatt、Arrow、Prime-Line 等品牌，持续巩固国内龙头地位。

2020 年，公司通过并购 Shop-Vac 的相关资产，进入北美吸尘器市场，逐步推进动力工具领域的布局，2021 年公司还完成收购了欧洲著名动力紧固工具制造商 BeA。公司手工具类产品主要有螺丝批、扳手、套筒、手工锯、钳类、锤类、夹子类、园林工具、泥工工具、木工工具等。

图 2：公司手工具产品举例

图 3：公司手工具产品举例



资料来源：巨星科技旗下土猫网，天风证券研究所



资料来源：巨星科技旗下土猫网，天风证券研究所

②存储箱柜业务

存储箱柜是公司近三年才发展起来的全新业务，然而依靠产业整合和渠道拓展，这一业务已经具备了一定规模。公司的存储柜典型产品有大立柜、高柜、工作台、工具箱、工具车等。

图 4：巨星科技存储柜产品



资料来源：巨星科技旗下土猫网，天风证券研究所

③激光测量仪器业务

随着移动互联网的加速普及，激光测量产品的未来市场发展前景越来越清晰明确。2016

年开始，公司通过投资华达科捷、PT 公司和欧镭激光等公司，成功整合和发展出了符合自身销售网络需求的激光测量产品和产业生态链，并逐步成为全球最具竞争力的激光测量仪器制造商。公司主要激光类产品有光雷达、激光测距仪、数显水平尺、激光投线仪等。

图 5：巨星科技激光测距仪

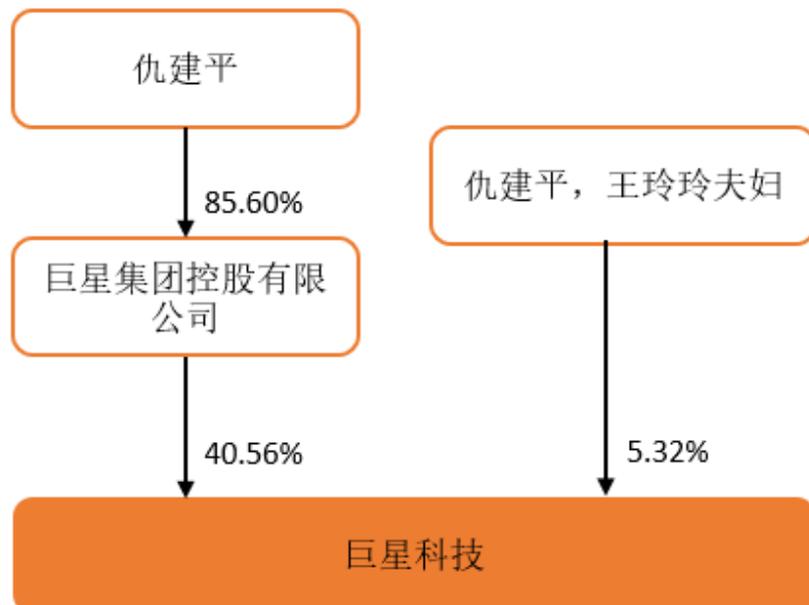


资料来源：巨星科技旗下土猫网，天风证券研究所

1.2. 股权结构集中稳定，董事长是公司实际控制人

董事长及其一致行动人是公司实际控制人，控制权较为集中。截止 2021 年 11 月，根据 wind 数据，董事长仇建平与其妻子直接或间接拥有公司合计 40.04% 的股权。董事长控股巨星集团控股有限公司，而巨星集团控股有限公司持股巨星科技与仇建平夫妇直接持股之和（40.56%+5.32%）占比为 45.88%，董事长及其一致行动人是公司实际控制人。

图 6：公司股权结构

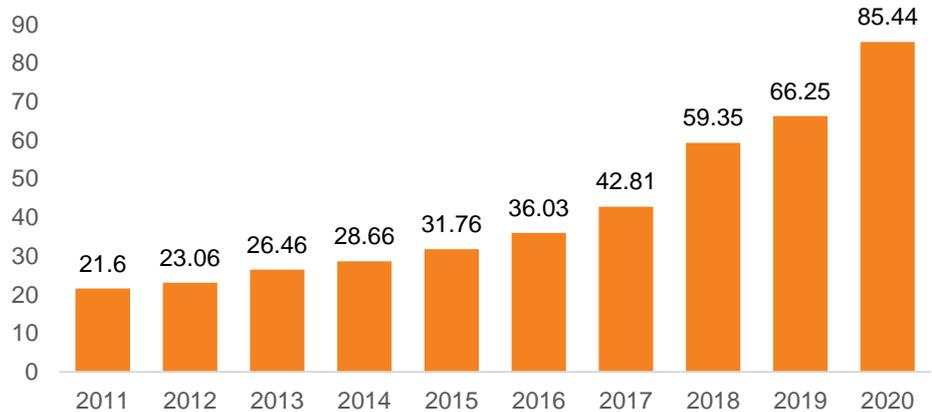


资料来源: wind, 天风证券研究所

1.3. 营收稳定增长，稳健的财务为扩张提供保障

公司的营业收入历史上保持增长，系公司不断并购其他品牌，扩展品类，以及拓展渠道的结果，叠加上行业格局改善的预期，我们长期看好公司未来的增长。

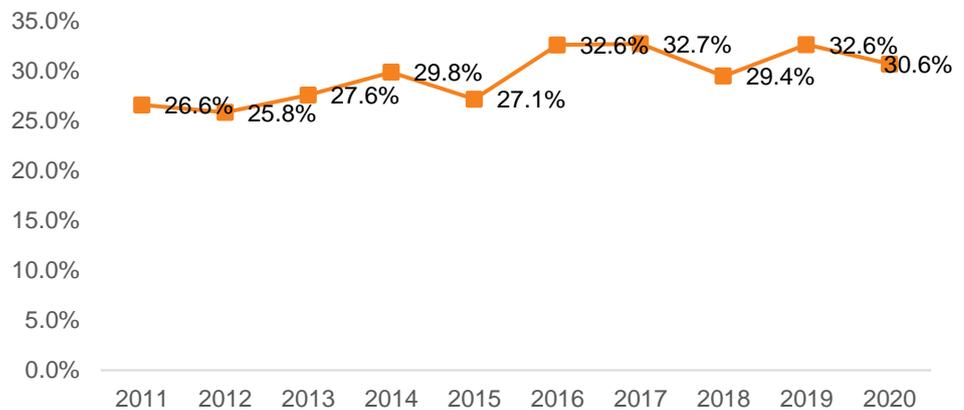
图 7: 历史营收不断增长 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

毛利率有向上趋势，在较小的范围内波动。未来随着品牌自有化、东南亚工厂扩大产能，有利于进一步稳定和提升目前的毛利率水平。

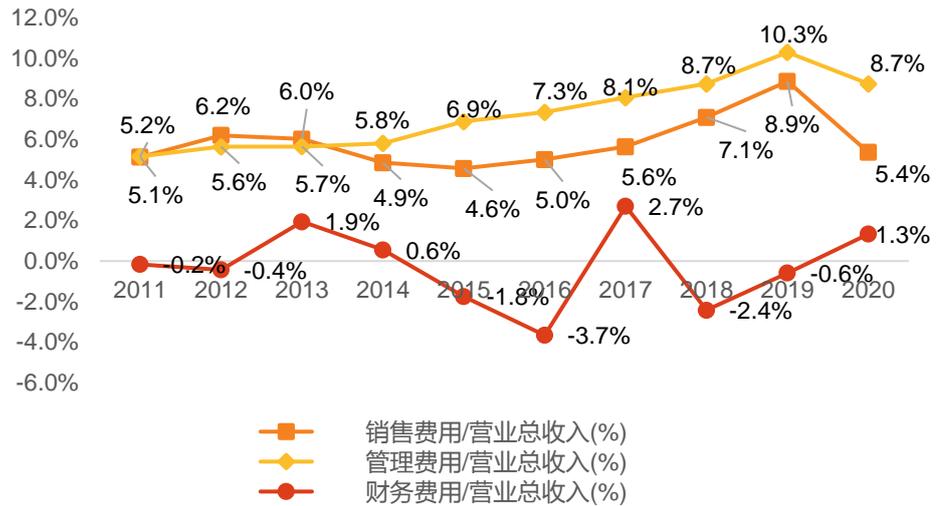
图 8: 毛利率有向上趋势



资料来源: wind, 天风证券研究所

公司的销售、管理费用逐年上升，但是在 2020 年有所下降，主要系公司 2017-2019 持续收购公司，并表范围不断扩大的影响。同时，公司的财务费用历年在 0 上下波动，系公司现金流极好，账面现金非常充裕的结果，公司本身并不是特别依赖债务运营，财务费用主要受到汇兑损益的影响。

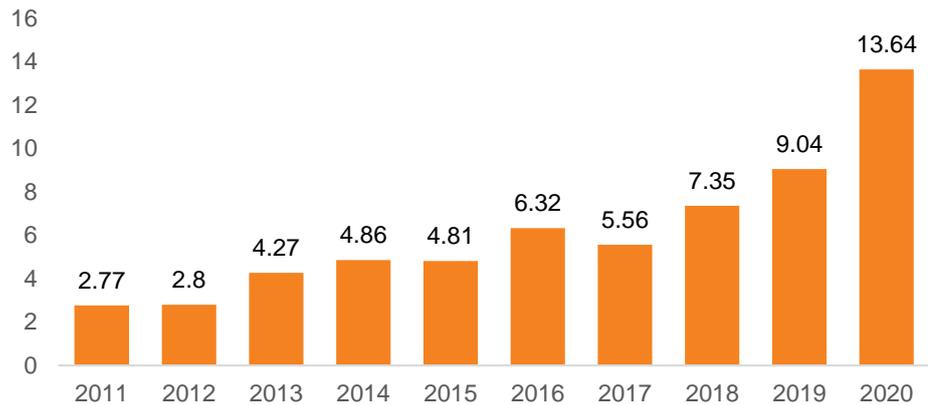
图 9: 销售、管理费用有小幅上升趋势，2020 年回落，财务费用在 0 上下波动



资料来源: wind, 天风证券研究所

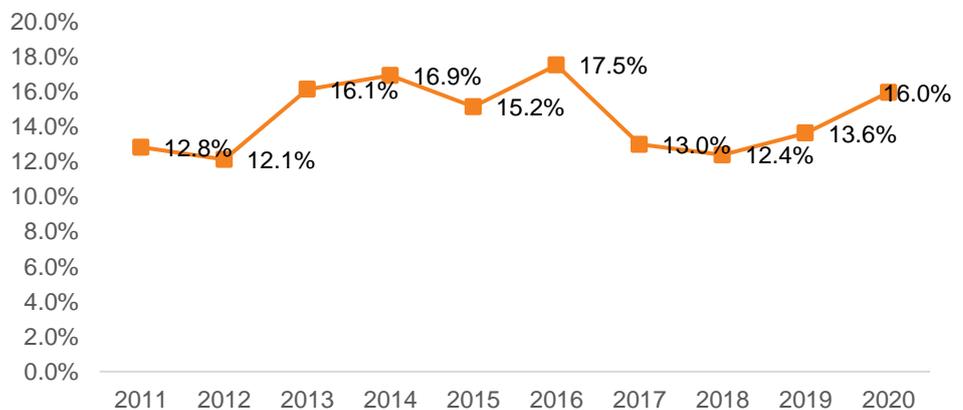
公司的净利润逐年提升, 2020 年甚至达到了 50% 的增长率, 其中包含公司转产个人防护用具贡献的 11.43 亿收入。

图 10: 净利润不断提升 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

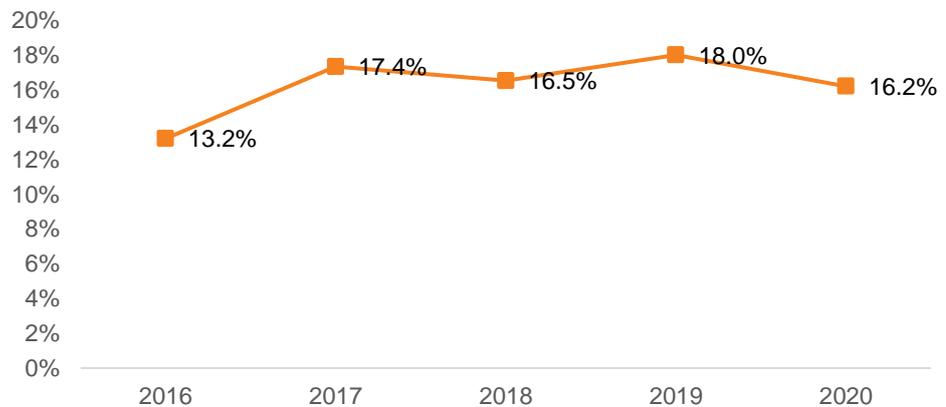
图 11: 净利率在近年有提升趋势



资料来源: wind, 天风证券研究所

巨星科技的存货销售比保持稳定状态，未随着营收增长而大幅扩张。

图 12：巨星科技存货销售比



资料来源：历年年报，天风证券研究所

注：存货销售比定义为期末存货与当期营收之比

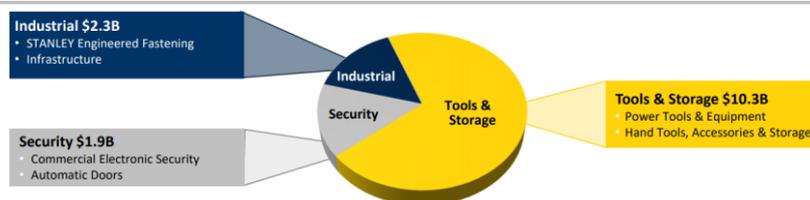
2. 工具行业手动/动力赛道差异化发展，并购持续推进，供应链依赖中国

2.1. 工具行业已存在上百年，可分为动力工具和手工具

工具行业历史悠久。1843 年，弗雷德里克·斯坦利（Frederick Stanley）在康涅狄格州的新不列颠开了一家小商店，生产螺栓、铰链和其他五金件。1910 年，邓肯·布莱克（Duncan Black）和阿隆佐·德克尔（Alonzo Decker）在马里兰州巴尔的摩（Baltimore）开设了他们的店铺，致力于制造世界上第一款便携式电动工具。他们的店铺是目前工具行业巨头 Stanley Black & Decker（SWK）的前身。

工具行业可以分为手工具行业与动力工具行业，部分公司会将手工具与动力工具体归为一个工具业务板块，而行业龙头 Stanley Black & Decker 将自己的工具业务细分为手工具与动力工具。从下图可以看到，SWK 将公司整体业务划分为三个板块：安全、工业、工具与存储，而工具与存储可以细分为动力工具与装备、手工具与存储。

图 13：SWK 的业务划分



资料来源：SWK 2020 investor presentation，天风证券研究所

2.2. 动力工具技术较手工具赛道差异化发展，手工具 sku 多，单品产值小，巨星科技是手工具龙头

2.2.1. 手工具与电动工具差异化发展，互相难以完全替代，动力工具技术含量与价格较高

工具行业可以详细分为多个产品类目，其中巨星科技涉及其中的部分业务。巨星科技的年

报业务板块划分为：手工具及电动工具类（其中主要是手工具）、激光相关业务，存储柜相关业务。从广义的角度而言，存储柜也包含在工具行业之中，SWK 也正是这么划分的。

我们认为手工具与电动工具之间存在一定差异，主要体现在以下两点：

①手工具与电动工具的使用场景存在差异，互相无法完全替代。工具的使用历史非常悠久，自从人类进入电气化时代，电动工具开始出现，提升了一定的工作效率，但是始终无法完全替代手工具的所有场景，这体现在电动工具即使自诞生以来发展了近百年后，TTI 引领的无绳化发展了 10 余年后，各大工具公司依然有大量的手工具业务。

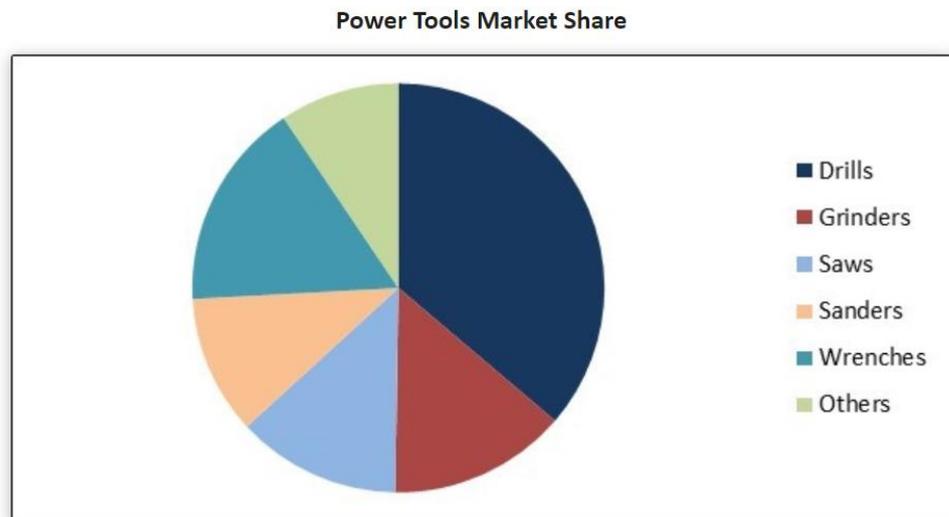
②单品价格差异，电动工具由于其技术含量较高，价格也相对较高。电动工具由于含有电控、电池相关模块与技术，所以相对手工具来说是高端制造，原材料方面也相对复杂，其价格相应地也会较贵。

2.2.2. 手工具赛道 sku 数量较动力工具更多，我们认为手工具产品格局更为分散，做大做强需要跨越多品类

手工具产品 sku 更多。据亚马逊，当定位在美国，使用“hand tool”作为关键词的时候，有超过 10w 个搜索结果；使用“power tool”作为关键词的时候，有超过 3w 个搜索结果。这从一定程度上体现了手工具的产品多而繁杂，动力工具产品相对集中。

动力工具分类较为集中。据头豹产业研究院数据，动力工具可以分为五大类目：电钻(36.3%)、电动磨床 (14.0%)、电锯(12.9%)、砂光机(11.0%)、冲击扳手(16.4%)等 5 类产品。这些品类在 2019 年占据整体动力工具销售额中的 90.5%，其中电钻市场份额所占较大，达到 36.3%。

图 14：各类电动工具市场份额占比



资料来源：kbv research，天风证券研究所

手工具类目更多，而且每一种都有其特定用途。例如：螺丝刀、锤子、钳子、卷尺、扳手、手锯、实用刀、斧子、撬杆、钉枪、手锉、虎钳、铁砧、剪刀、c 形夹、撬棍、手动刨床、木槌、凿子、水平仪等。每一个类目下还有细分的变种变型、大小型号等，外形变化较大。以扳手为例，该品类具有大小多个型号，同时还有各式设计外型，用于不同细分领域内的使用。

图 15：不同型号的扳手



资料来源: toolsowner, 天风证券研究所

图 16: 不同细分应用场景的扳手



资料来源: thetoolspick, 天风证券研究所

我们认为动力工具存在动力系统是限制厂商在同一个类目下进行多变创新的因素。由于动力工具以动力系统为核心，改动整体设计体现新的功能的设计成本较高，对于用户来说学习成本也相对较高，所以动力工具各个价位段以及类目下各个产品间的差异更多是体现在性能参数上（如电压大小、电钻的钻头大小），安全稳定持久性精确性上（如工业级与通用级产品的寿命与精度差异）。而手工具相反，由于不存在动力系统，手工具可以很方便地进行改进，使自身更加适配某个细分场景，这使得手工具的 sku 数量大大超过了动力工具。

由于上述原因，我们认为，在手工具领域需要做大做强，仅仅靠在单一类目下做好是存在一定上限的，想做大必须成为跨越多类目的龙头公司。巨星科技就是这样的龙头公司，根据巨星科技旗下土猫网，巨星科技并不依赖手工具的单个类目，其在手工具各个领域内

都有一定发展，这也让它成为了行业内的龙头公司，本文后续分析国内行业格局时也会有一定体现。

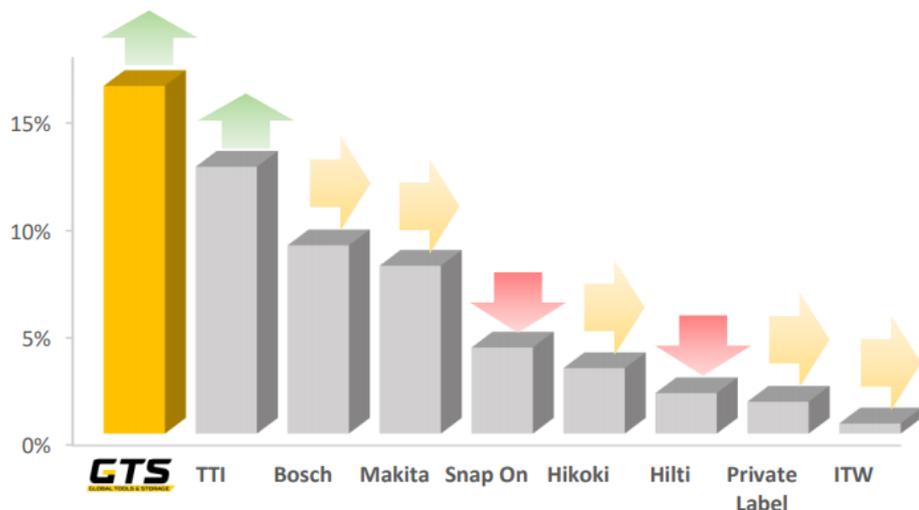
2.2.3. 整体工具行业规模 650 亿美元，SWK 持续位列第一，集中度不断提高

2020 年世界整体工具与存储柜行业规模为 670 亿美元，2017 年的市场规模为 590 亿美元。SWK 是行业的绝对龙头，从 2015 年起，市占率一直处于行业第一的地位。

由于产品单价较高，产品种类较少和电动工具技术的近 10 年的快速发展，使得市场份额已经集中在少数龙头公司手中。前五家史丹利百得 (StanleyBlack&Decker, SWK.N)、创科实业 (TTI, 0669.HK)、博世 (Bosch, 500530.BO)、牧田 (Makita, 6586.T)、富士华 (Husqvarna,HUSQA.S) 集中了超过 55% 的市场份额，剩余的市场集中在数十个区域性质的专用动力工具品牌公司手中。

2020 年，整体工具行业的主要企业中，只有前两名巨头获得了份额的提升。SWK 作为行业主要龙头，业务包含手工具与电动工具，横跨高低价格带与各个应用场景，TTI 主要经营电动工具，Bosch 主要经营电动工具业务，近年在把业务向新能源车方向转型，Makita 作为日本企业，主要经营国内与欧洲市场，Snap-on 同时经营手工具与电动工具，主要面向工业 B 端用户。图中列示企业约占 57% 的市场份额，其余 43% 的未列示企业作为一个整体在 2020 年份额是下降的。

图 17：工具行业集中度不断提高



资料来源：SWK 2020 investor presentation，天风证券研究所

2.2.4. 手工具市场规模 250 亿美元，巨星科技是国内绝对龙头，世界领先

2020 年世界手工具与存储柜行业规模为 250 亿美元，SWK 依然是行业的龙头。行业内主要厂商有：stanley black&decker，Snap-on、apex、巨星科技。

手工具业务聚焦各有重点。手工具方面，SWK 业务包括消费级与专业级，2020 年手工具营收 37 亿美元。snap-on 业务集中在工业级领域，2020 年整体工具类（电动+手工）营收 20 亿美元左右。巨星科技主要面向消费级客户，2020 年手工具类营收约 10 亿美元。

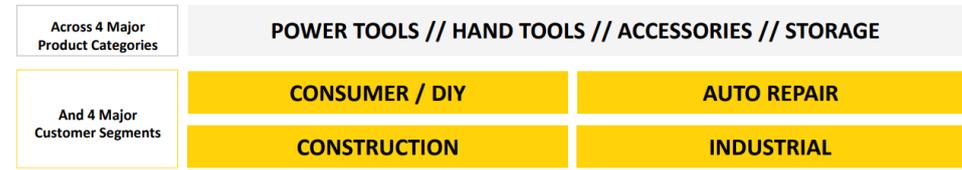
巨星科技是国内五金工具类龙头企业，专注手工具多年，市场份额领先。国内同行业公司包括江苏通润装备科技股份有限公司、博深股份有限公司、锐奇控股股份有限公司。这些公司有自己的业务重点，手工具领域均不是这些公司重点，其工具类目净利润与巨星科技相比均较低。

2.3. 手工具行业供需：需求稳定增长，供应链依赖中国

2.3.1. 手工具需求端：消费者 DIY、汽车修理、建造、工业，需求景气

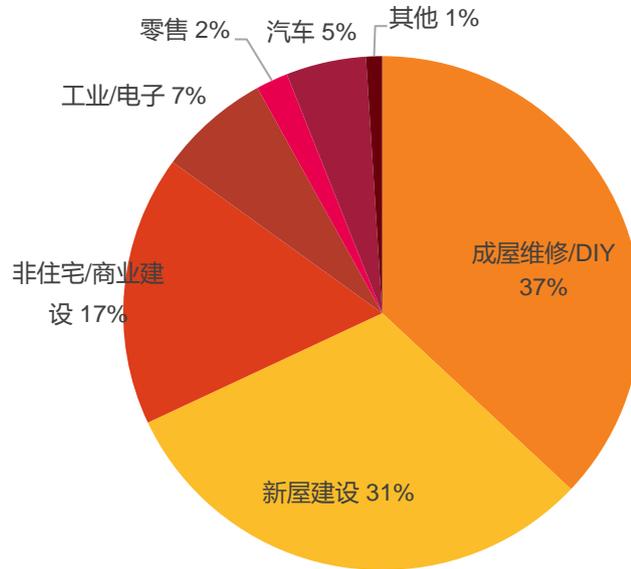
根据 SWK 的概括,下游的消费场景主要可以分为四个,而 SWK 在这四个场景中都有业务,具体包括消费者 DIY、汽车维修、工程建设、工业领域。我们认为 SWK 作为行业龙头,其下游业务领域具有一定的普适参考性。

图 18: SWK 下游场景



资料来源: SWK investor presentation 2020, 天风证券研究所

图 19: stanely 的工具下游场景, 主要是存量与新增房屋维修



资料来源: SWK investor presentation 2020, 天风证券研究所

工具领域内主要公司的下游场景如下: 巨星科技下游主要为房屋与汽车维修的消费级手工具。TTI 下游场景包括商业建筑、工业建筑、装修及工程改造的电动工具。Snap-on 主要包括工业级客户 B 端的手工具与电动工具。

作为上游指标, 建筑领域成屋销售和汽车保有量数据在十年上行周期中。巨星科技下游主要是房屋维修与汽车维修相关场景, 而美国的成屋销售和汽车保有量持续上升, 这些下游的指标指示着下游需求的高景气。从下图可以发现, 自金融危机以来, 下游的代表指标长期来看一直处于上行通道, 我们认为这是人口与 GDP 增加自然带来的, 同时, 一直下降的美国宏观利率, 也有助于美国房地产长期繁荣景气。

图 20: 美国成屋销售 (万套)



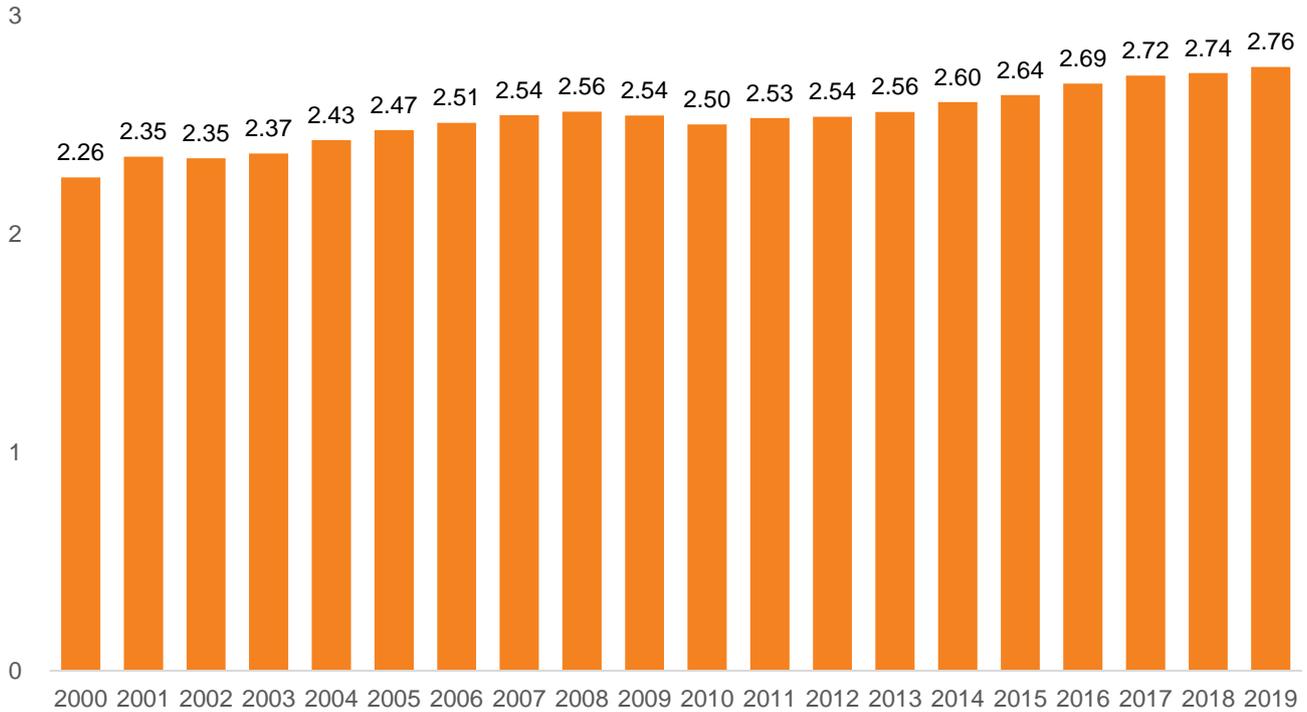
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 21: 美国 30 年期抵押贷款固定利率



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 22: 美国机动车数量 (亿辆)



资料来源: .statista., 天风证券研究所

2.3.2. 疫情催生线上业务，但是工具行业线下依旧重要

由于疫情催化，工具行业线上增速较快。据巨星科技 20 年报，其跨境电商业务在 2020 年增速超过 100%。泉峰控股是一家中国的电动工具公司，产品以外销为主，据泉峰控股招股说明书，其线上电子商务业务在 2020 年也有较快增长。

线下仍然为销售主力。根据我们的估算，巨星科技的 2020 年线上业务仅占 10%左右，同时，泉峰控股作为中国的一家电动工具公司，其 2020 年线上销售也仅占 4.2%。从这个角度可以看到传统线下商超、经销商的重要性。

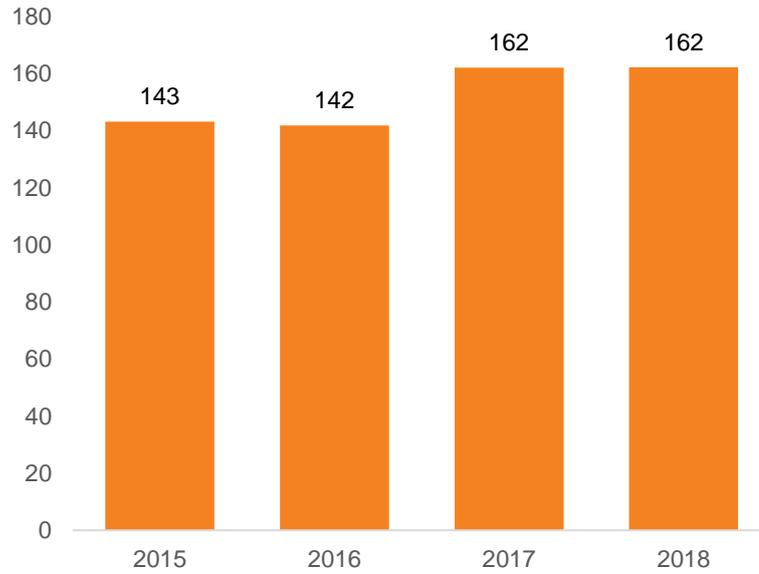
尽管线上销售增速非常快，我们认为工具行业线下销售为主的状况并不会被颠覆。工具行业有其自身的内在逻辑，由于 sku 较多，大单品较少，产品之间横向比较参数较为困难，导致其并不能像电子产品那样快速准确通过参数下判断。而一个工具“顺手”与否，是否符合自身的需求，非常需要当面的体验。因此，我们认为工具行业的线下销售并不会被线上完全颠覆。

2.3.3. 供应链：中国为主要产能供给方，但美国龙头有大量美国产能

手工具的产能极大程度上依赖中国。美国 SWK 在中国生产超过 60%的产品，巨星科技的主要客户如 Walmart、THD 也在中国直接或间接采购超过 90%的手工具产品。从美国进口的角度来说，80%依赖进口，进口的这部分中，有 70%-80%在中国生产。

全球供应链体系在 2015 年以后一直向中国集中，并沿着最小冗余和最大效率方向发展，不断出清尾端落后产能。2018 年的贸易战与 2020 年的新冠疫情进一步冲击了这个产业链，且未来可能长期存在伤痕效应。我们认为伤痕效应体现在行业尾部的公司不断受到各类负面冲击，造成自身的退出。

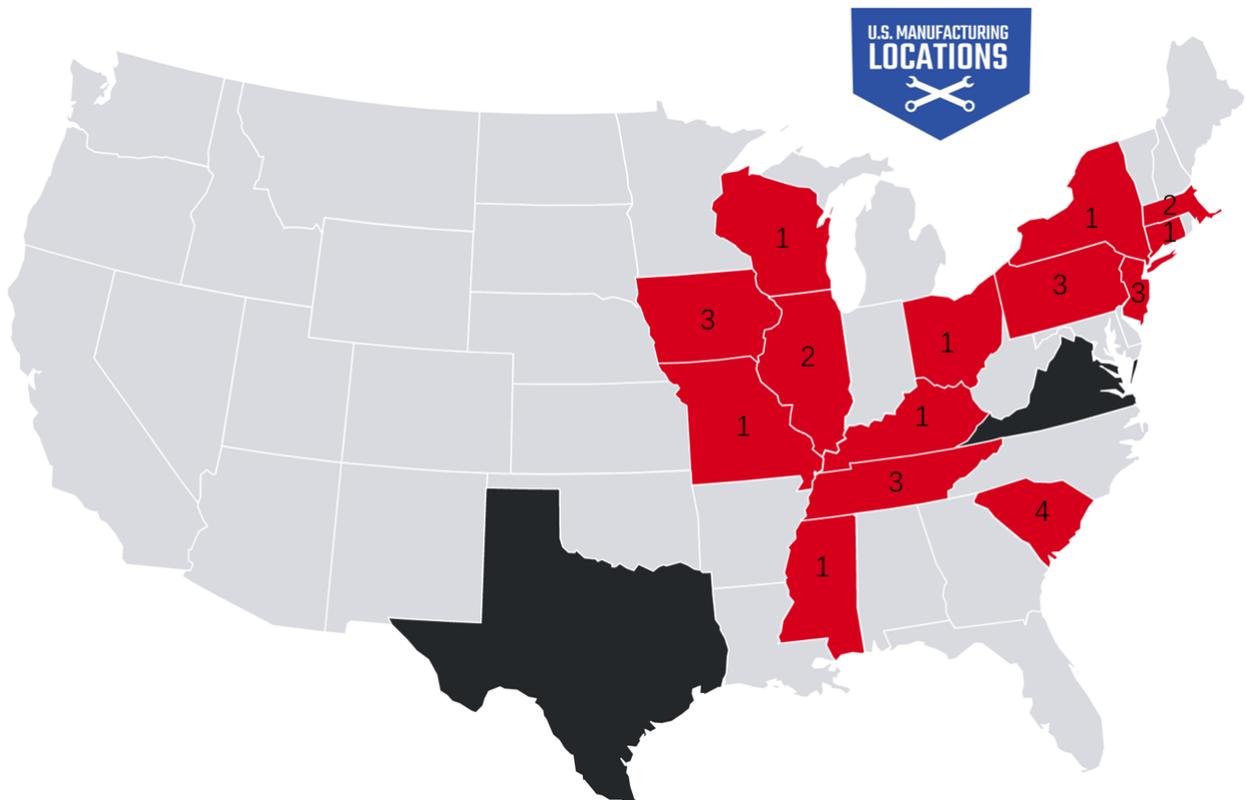
图 23：中国工具五金出口额（亿美元）



资料来源：中国五金制品协会，天风证券研究所

行业巨头如 SWK、snap-on 等由于各种原因仍然在美国保留大量工厂产能。Snap-on 在美国有 13 个工厂，在海外有 10 个工厂。SWK 的子品牌 Dewalt 在美国有 7 个工厂。SWK 的主要子品牌之一 craftsman 在美国有 27 个工厂，主要集中在美国东部，根据 craftsman 公布的工厂开工时间来看，大多集中于 2018-2019 年，同时在官网与年报 ppt 中反复宣传这些产品是在美国工厂生产的，SWK 旗下品牌 stanley 也有类似行为。我们推断这与时任美国总统特朗普宣传的“购买美国货”政策有关，该政策可能直接或间接导致了类似 craftsman 的公司在美国建厂而不是找中国产能代工。

图 24：SWK 旗下 craftsman 在美国的工厂数量，黑色为即将投产



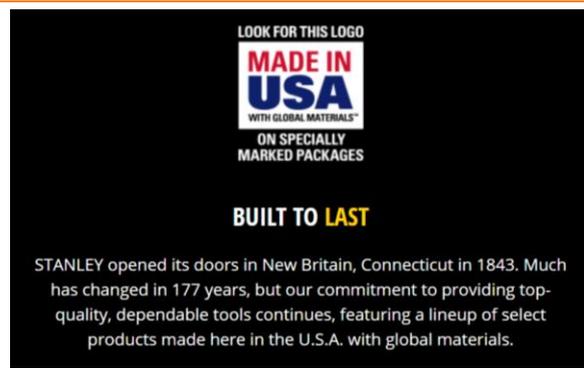
资料来源：craftsman 官网，天风证券研究所

图 25: craftsman 官网宣传图



资料来源: craftsman 官网, 天风证券研究所

图 26: stanley 官网宣传图



资料来源: stanley 官网, 天风证券研究所

2.3.4. 后贸易战下，东南亚成为关税洼地，布局东南亚的工具公司一定程度受益

因中美贸易摩擦，美国对中国产品在征收正常关税外，加征 25% 的关税，致使手工具关税高于正常水平，影响了中国出口贸易。正常关税是美国从世界绝大部分进口产品的关税(含中国)，但不包含与美国有相关自贸协定的国家，以及和美国没有贸易关系的贸易限制的特殊国家(比如朝鲜)的进口关税。当产品被列入美国对中国的加税清单中，需要在中国产品适用税率基础上，额外加征 25% 的关税，是中国产品出口承担的实际税率。下表列举了部分手工具从中国出口至美国的关税。

表 1: 美国对中国手工具加征关税举例

手工具种类	正常关税	加征关税	实际关税
锉刀	0%	25%	25%
钳子	1 美分/个+ 5.5%	25%	1 美分/个+30.5%
扳手及其零件	9%	25%	34%
锤子及其部件	6.20%	25%	31.20%
螺丝刀及其零件	0%	25%	25%
壁纸刀	3 美分/个+5.4%	25%	3 美分/个+30.4%
电工刀	3 美分/个+5.4%	25%	3 美分/个+30.4%
卷尺	5.30%	25%	30.30%
万用表	0%	25%	25%
试电笔	0%	25%	25%

资料来源: 美国国际贸易委员会, 天风证券研究所

东南亚各国成为关税洼地。与此同时，美国对越南、柬埔寨、泰国相应产品征收关税较低。下表是美国对越南手工具的关税举例，柬埔寨、泰国的相关产品的关税水平与越南相同。

表 2: 美国对越南手工具关税举例

手工具种类	正常关税	加征关税	实际关税
锉刀	0%	0%	0%
钳子	1 美分/个+ 5.5%	0%	1 美分/个+ 5.5%
扳手及其零件	9%	0%	9%
锤子及其部件	6.20%	0%	6%

	0%	0%	0%
螺丝刀及其零件	6.20%	0%	6%
壁纸刀	3 美分/个+5.4%	0%	3 美分/个+5.4%
电工刀	3 美分/个+5.4%	0%	3 美分/个+5.4%
卷尺	5.30%	0%	5%
万用表	0%	0%	0%
试电笔	0%	0%	0%

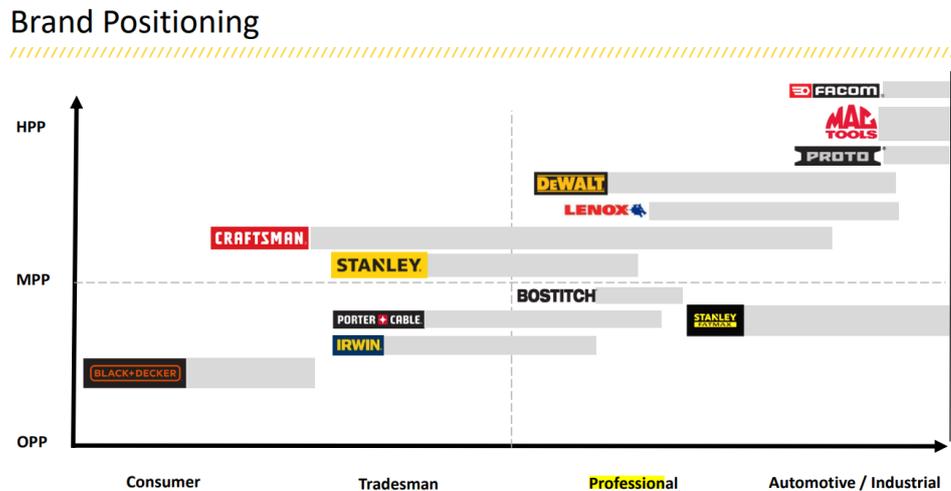
资料来源：美国国际贸易委员会，天风证券研究所

巨星科技的东南亚工厂正在发挥低成本低关税优势。截至 2020 年底，公司在东南亚地区已经形成越南加柬埔寨的产能布局，泰国制造基地即将投产，越南制造基地二期、柬埔寨制造基地二期的前期选址工作均已完成。由于美国 2018 年起开打贸易战，手工具产品也在清单中，并且至今仍未结束，这使得从东南亚出口的手工具产品具有关税优势。

2.4. 巨头并购持续推进，获得多元化的品牌矩阵

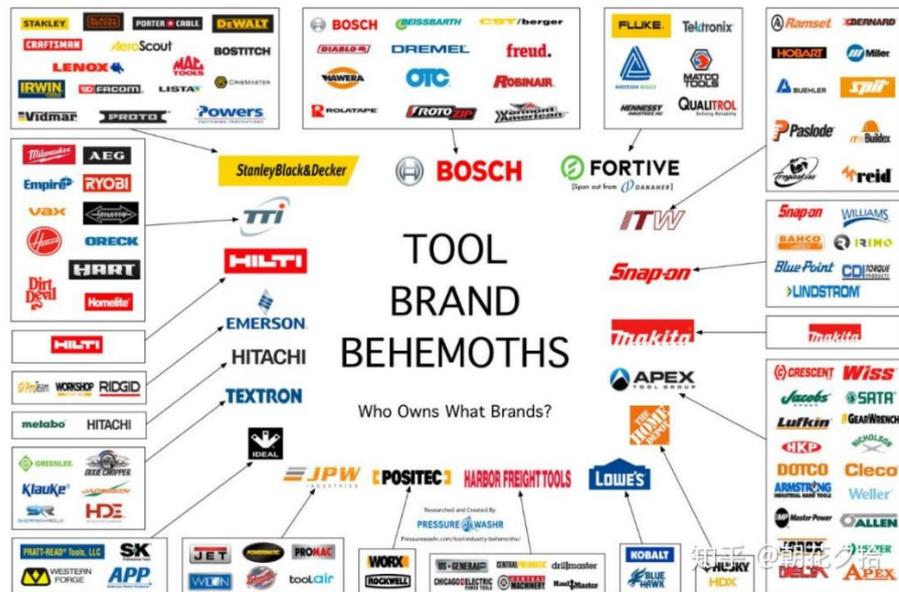
工具行业公司多数通过并购拥有多品牌，在各个价位段布局。由于消费者对于品牌存在一定的品牌心智，单品牌难以在多价格带做好，同时，品牌本身也可以降低消费者购买决策成本。对于工具龙头来说，打破原有的品牌心智重建一个品牌不仅困难而且费时，这使得它们倾向于收购品牌，这样新品牌与旧品牌可以产生品牌、渠道、产品的交叉复用，产生合并后的协同效应。

图 27：SWK 的 branding positioning



资料来源：SWK 2020 investor presentation，天风证券研究所

图 28：工具品牌多数拥有子品牌



资料来源：pressure washr, 天风证券研究所

巨星科技历史 20 余年，同样拥有自己的品牌矩阵。其中，workpro 主要用于海外销售，sheffield 主要用于国内销售。此外，公司还拥有 Goldblatt、Arrow 等品牌。

图 29：巨星科技拥有的子品牌

资料来源：巨星科技旗下土猫网, 天风证券研究所

行业内巨头一直存在并购行为，这是由于行业格局较为分散，同时龙头对品牌与渠道有需求。下方两张表格展示了近年来 SWK 和创科实业的并购历史，在各公司的历史上，并购是较为频繁的。

表 3：SWK 并购历史

时间	收购项目
1980	收购美国工具制造商 Mac Tools
1990	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	收购美国锯片制造商 Oldham Saw
2006	收购法国工具制造商 Facom
2008	收购加拿大工具箱制造商 Beach Toolbox
2010	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	收购美国工具箱制造商 Lista

2013	收购中国电动工具制造商国强
2017	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	收购美国手工具制造商 Craftsman
2018	收购美国车辆工具制造商 Nelson
2018	收购美国户外电动工具制造商 MTD Holdings Inc
2018	收购高端大型休闲车工具制造商 IES Attachments
2020	收购美国航空工具制造商 CAM

资料来源: SWK 年报, SWK 官网, timetestedtools, 天风证券研究所

表 4: 创科实业并购历史

时间	收购内容
1999	收购 vax 品牌及地板护理业务
2000	收购 RYOBI 的品牌和电动工具及户外产品业务
2002	收购 Homelite 品牌及户外电力设备业务
2003	收购 ROYAL 和 DIRTDEVIL 地板护理品牌和业务
2005	收购 MILWAUKEE、AGE 和 DREBO 电动工具及配件品牌和业务
2007	收购 HOOVER 品牌及地板护理业务和 STILETTO 手工具品牌和业务
2013	收购 ORECK 和 HART 的品牌及业务
2014	收购 EMPIRE LEVEL 的品牌及业务
2018	收购 Imperial Blades 的品牌及业务

资料来源: 创科实业官网, 天风证券研究所

3. 持续专注手工具业务, 稳定的供应链与下游渠道将帮助巨星获得更多份额

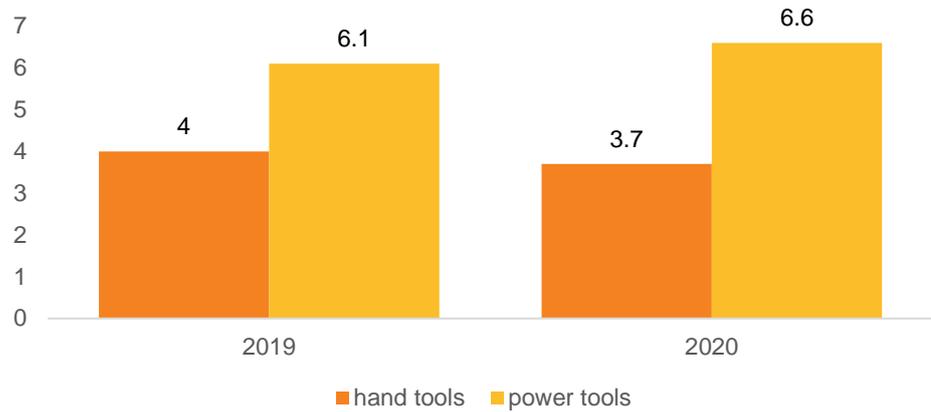
3.1. 先发友商手工具业务增长较为乏力, 巨星科技有望成为新龙头

我们认为, 如果生产与发展受阻, 那么手工具业务或是巨头们优先放弃的业务, 这些厂商的手工具业务发展已经显示出了颓势。

通过观察 SWK 的 2020 年营收构成以及 snap-on 的战略重点来得到这个结论。

负面冲击下, SWK 偏向于电动工具业务。下图是 SWK2019 年与 2020 年手工具与电动工具的营收。2020 年发生了新冠疫情, 对制造企业生产造成了很大的影响, SWK 也不例外, 2020 年 SWK 的工具业务整体营收是上升的, 这说明 SWK 其实仍然有相对足够的产能。但是, SWK 的手工具的营收是下降的, 而电动工具的营收是大幅上升的。我们认为其中的原因是, 手工具业务本身的毛利率较低, 单件产值较小, 在面对产能上的负面冲击时, SWK 倾向优先保住电动工具业务。

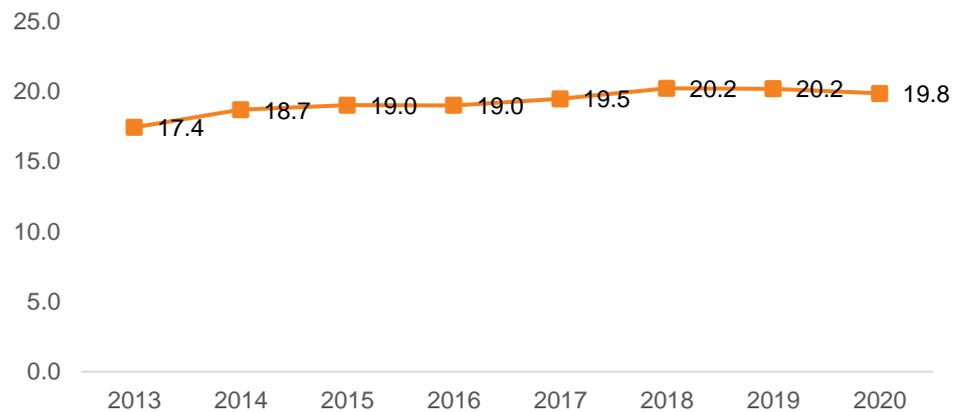
图 30: SWK 年手工具与电动工具营收 (单位: billion 美元)



资料来源：SWK 2020 年报，天风证券研究所

Snap-on 的工具业务同样增长乏力。下图是 snap-on 的历史营收，它是世界最大的专业工具及设备制造商之一，是全球领先的创新制造者，致力于为专业用户提供可靠的工具及设备，主要面向工业等领域内的专业用户。严格意义上说，snap-on 的手工具业务和巨星科技并不是一个赛道，但仍然可以与巨星科技进行一些比较。从 2013 年之后，snap-on 的工具业务（手动+电动）并未大幅增长，在 2017-2020 年，甚至还出现了略微的负增长。

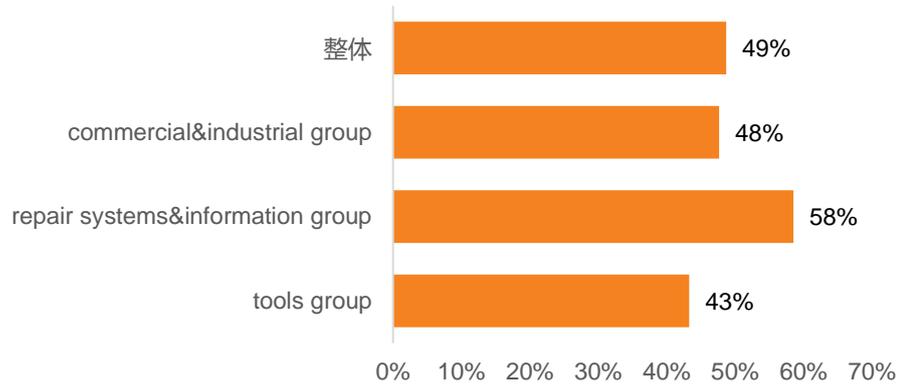
图 31: snap-on 历年工具业务营收 (亿美元)



资料来源：snap-on 历年年报，天风证券研究所

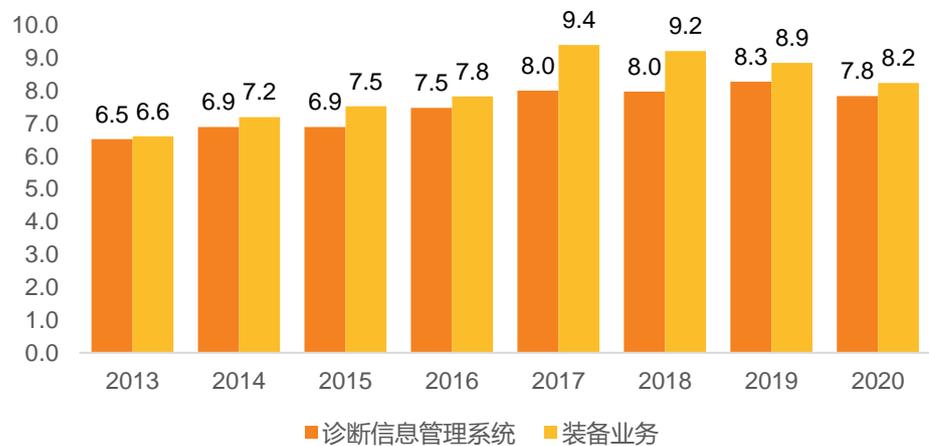
业务重心向高毛利方向倾斜导致 snap-on 手工具业务增长乏力。工具业务的毛利率在 snap-on 的所有业务板块中是最低的，同时公司专注于 B 端用户，投入了较多精力进行并购，完善公司的工业解决方案。我们认为注重工业 B 端用户的 snap-on 由于赛道属性与战略定位，并不对巨星科技构成较大威胁。

图 32: snap-on 毛利率



资料来源: snap-on 2020 年报, 天风证券研究所

图 33: snap-on 其他业务营收, 有一定增长趋势 (亿美元)



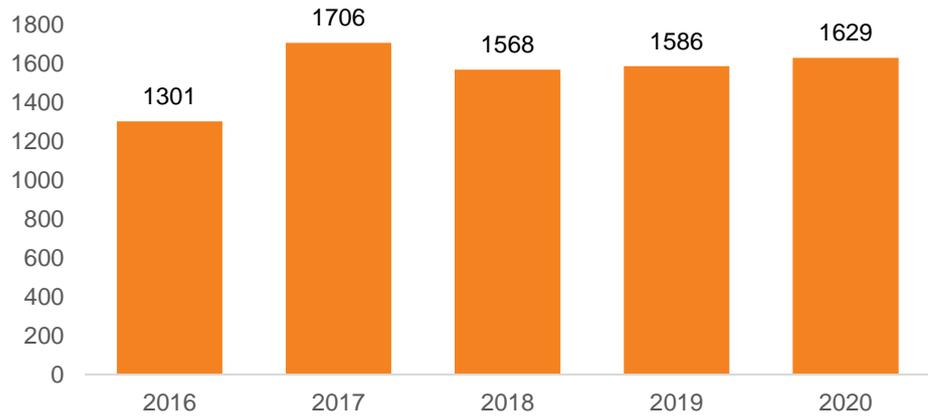
资料来源: snap-on 公司历年年报, 天风证券研究所

看未来, 在手工具这个千亿人民币的市场, 巨星科技有望成为新的龙头。在千亿的市场中, 份额正在向龙头集中, 但是先发友商的手工具已经显示出了颓势, 作为手工具领域的龙头, 巨星的发展空间是非常广阔的。

3.2. 每年投入大量研发费用, 持续推出新 sku

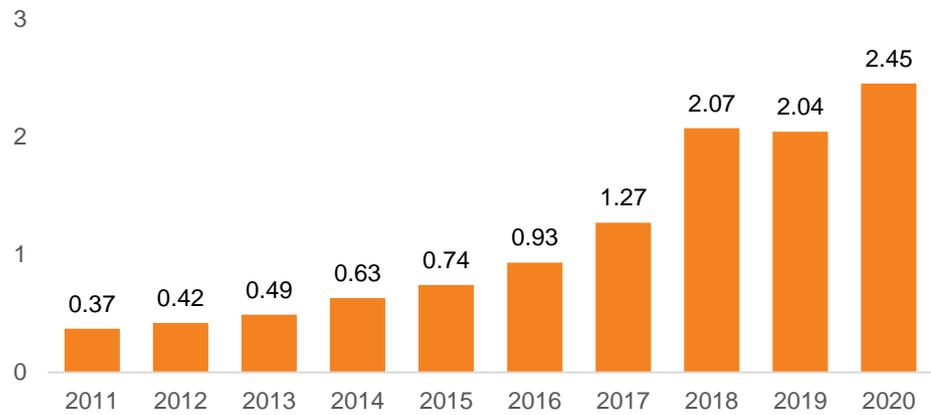
公司每年研发大量新品, 历年研发新品数量均在 1000 个以上, 目前拥有的 sku 超过 20000 个。公司的技术优势为公司持续保持世界手工具行业的领先地位提供了有力支撑, 也为公司智能装备产业的开拓奠定了基础, 确保了公司能够根据市场需求迅速地推出新产品, 提高了产品的附加值, 增强了公司议价能力。同时, 公司投入的研发费用逐年提升。公司持续投入研发, 2020 年公司自主研发新产品 1629 项, 新产品产值大幅超越既定目标。

图 34: 巨星科技历年研发新品数量 (个)



资料来源：公司历年年报，天风证券研究所

图 35：公司研发费用逐年提升（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

3.3. 多渠道销售，拥有多个子品牌，不断推进线上化

公司多渠道销售，拥有多个子品牌。公司的自有品牌包括 Arrow、Lista、Prime-Line、Workpro 等，在欧美当地具有较高的知名度。国内市场方面，公司在天猫、京东已开设多个旗舰店，包括土猫网旗舰店、巨星五金专营店、钢盾旗舰店、万克宝京东自营旗舰店、钢盾工具京东自营旗舰店。

图 36：公司的海外线上线下渠道丰富多样

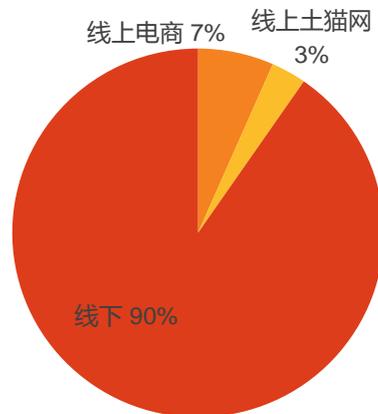
Home Improvement Store	LOWE'S THE HOME DEPOT Kingfisher OBI BAUHAUS HORNBAACH maxeda baumax
National Brands	Tool Snap-on BAHCO BESSEY DEWALT IRWIN Milwaukee KLEIN TOOLS CRAFTSMAN
	Laser Leica HILTI BOSCH STABILA
Speciality Retail	WURTH White Cap STAPLES Office DEPOT
Hardware Retail	E/D/E ACE True Value Best ORGILL
Automotive Store	NAPA AutoZone Advance Auto Parts PEPBOYS AUTO O'Reilly Super Retail Group
Other Retail	Hoffmann Group sears GRAINGER FASTENAL
General Merchandise, Food, Drug Retail	Walmart Sams Club Carrefour TESCO Walgreens Boots Alliance
E-Business	amazon.com AliExpress TMALL.COM JD.com

资料来源：2020 年报，天风证券研究所

3.3.1. 线上渠道不断拓展，线上业务高速增长

公司消费级手工具得益于线上化渠道的发展，能够更加贴近用户。公司 2017 年开始登陆亚马逊，2016 年起开始发展国内线上工具类垂直领域网站土猫网，据公司年报，线上渠道增速在 2018 和 2020 年均超过 100%，结合已知数据，我们估算公司在 2020 年的线上线下渠道占比如下：

图 37：估算得到的公司线上线下占比



资料来源：公司年报，天风证券研究所

3.3.1. 线下销售集中于各类大型连锁超市、建材超市

巨星主要客户为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、欧美专业汽配连锁等，像沃尔玛、homedepot、SWK，都是公司常年合作的伙伴。具体线下重点渠道销售情况如下：

表 5：巨星科技下游主要渠道销售额占比

	2016	2017	2018	2019
L.G. Sourcing Inc.	18.55%	16.00%	11.07%	8.97%
Wal-Mart Stores Inc.	11.41%	9.72%	7.95%	10.25%

The Home Depot Inc.	10.58%	11.48%	8.21%	13.17%
Great Neck Saw Mfrs,Inc	6.24%	4.66%	-	-
StanleyworksCo,Ltd	4.19%	6.02%	3.75%	3.10%
SEARS ROEBUCK&COMPANY	-	-	5.71%	
Kingdisher Group	-	-	-	3.08%
合计	50.97%	47.88%	36.69%	38.58%

资料来源：巨星科技年报，巨星转债发行说明书，天风证券研究所

3.4. 产能自有+外采，供应商分散度高，前五大供应商占比不断下降

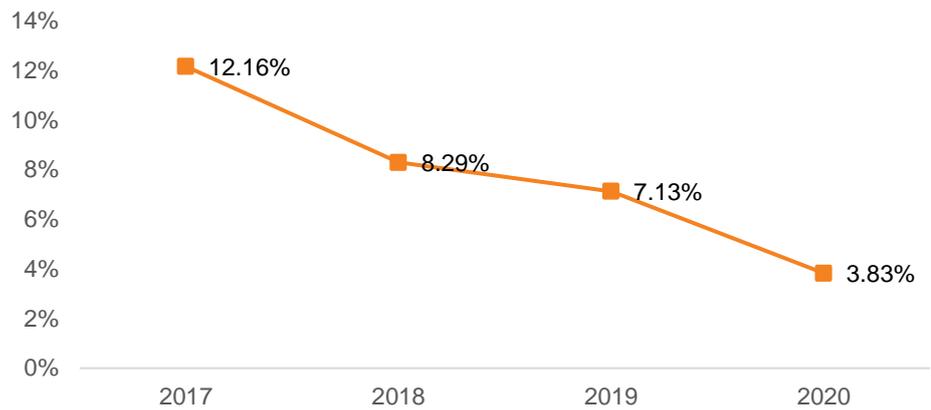
巨星有较多产能来自外采，但是上游集中度极为分散，最大的供应商也仅仅占采购总额的不到4%，在2019年，最大供应商占比已经只有1.67%，并且前五大供应商集中度一直在下降，不存在依赖某个大供应商的风险。

表 6：巨星科技产能外采前五大供应商金额及其占采购总额比例（万元）

年	公司	金额	占比
2019	1 阳江市顺全工贸实业有限公司	6,835.95	1.67%
	2 宁波夏达工具制造有限公司	5,956.93	1.46%
	3 江苏通润装备科技股份有限公司	5,953.99	1.46%
	4 张家港通邦贸易有限公司	5,856.67	1.43%
	5 宁波市奉化区联欣五金工具有限公司	4,550.40	1.11%
	合计	29,153.94	7.13%
2018	1 江苏通润装备科技股份有限公司	7,578.42	2.24%
	2 张家港通邦贸易有限公司	6,396.09	1.89%
	3 阳江市顺全工贸实业有限公司	5,951.14	1.76%
	4 宁波夏达工具制造有限公司	4,562.39	1.35%
	5 浙江拓进五金工具有限公司	3,603.82	1.06%
	合计	28,091.86	8.29%
2017	1 江苏通润装备科技股份有限公司	8,081.14	3.06%
	2 张家港通邦贸易有限公司	6,970.11	2.64%
	3 阳江市顺全工贸实业有限公司	6,692.64	2.54%
	4 宁波夏达工具制造有限公司	5,300.10	2.01%
	5 深圳市度彼电子有限公司	5,052.48	1.91%
	合计	32,096.47	12.16%

资料来源：巨星转债发行说明书，天风证券研究所

图 38：五大供应商集中度持续下降



资料来源：公司年报以及巨星转债发行说明书，天风证券研究所

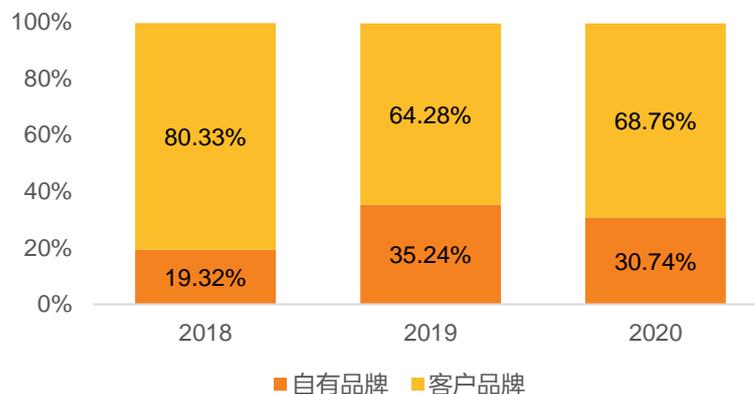
巨星科技在嘉兴（海宁）与杭州下沙拥有生产基地。拥有超过 21 个制造工厂，公司同时拥有一定的东南亚产能。可以部分规避关税带来的影响。公司在东南亚地区已经形成越南加柬埔寨的产能布局，泰国制造基地即将投产，越南制造基地二期、柬埔寨制造基地二期的前期选址工作均已完成。

3.5. 自有品牌占比不断提高，ODM 到 OBM 进一步贡献毛利率增量

公司长期致力于自有品牌的打造和发展。公司主要采用 ODM 的经营模式，同时 OBM 的销售金额逐年上升。近几年公司的业绩保持稳步的增长，很大程度上是依靠不断地技术创新、过硬的产品质量、优质的服务以及覆盖全球的销售网络取得了竞争优势。

ODM 转向 OBM 本身会带来毛利率的提升。公司依靠自有品牌销售，一方面可以收取一定的品牌溢价，一方面可以降低供应链上给品牌方的利润分成。

图 39：自有品牌比例有上升趋势



资料来源：公司年报，天风证券研究所

3.6. 持续在手工具相关领域内并购，获得渠道与品牌

在竞争优势的基础上，巨星科技在发展过程中，持续利用经营所得资金，进行并购，不断扩张品牌与渠道。2017 年公司收购欧洲射钉枪巨头 arrow，2018 年公司收购 lista 进入存储柜领域，2019 年公司收购欧美门窗五金公司 prime line，2020 年公司并购 shop-vac 进入吸尘器领域。

表 7：巨星科技并购历史

时间	标的	所属国家	持股比例	领域
2010	Goldblatt tool company	美国	100%	Goldblatt 品牌手工具
2014	浙江国自机器人	中国	27%	智能服务机器人、智能系统等
2015	常州华达科捷	中国	65%	激光投线仪、激光扫平仪等五金工具
2016	PT 公司 (Prim's tools)	德国	100%	精密测绘仪器研发生产销售、测绘软件研发销售
2016	微纳科技	中国	30%	先进人机交互和无线互联整体解决方案
2017	Arrow	美国	100%	手动、气动、电动射钉枪
2018	Lista	瑞士	100%	专业工具存储解决方案
2019	Prime-line	美国	100%	门窗可替换五金件
2019	中策海潮	中国	13%	橡胶轮胎
2021	Shop-vac	美国	100%	吸尘器
2021	BeA	美国	100%	动力紧固工具

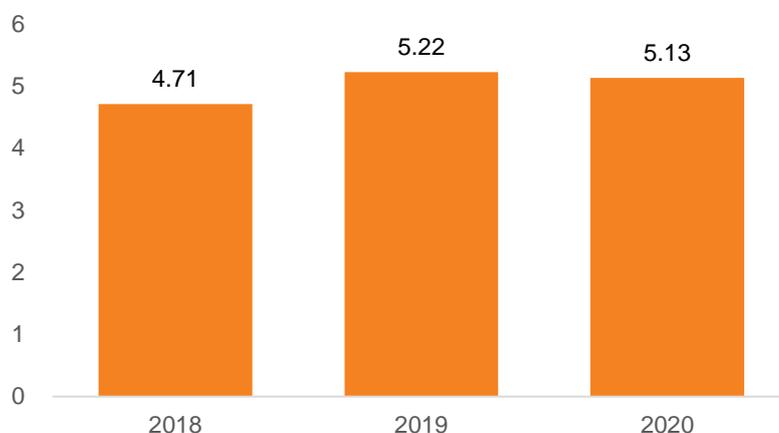
资料来源：公司年报，天风证券研究所

3.7. 激光业务、存储柜业务与电动工具业务可能贡献新的业务增量

3.7.1. 激光业务不断开拓，贡献新的业务增量

2016 年开始，公司通过投资华达科捷、PT 公司和欧镭激光等公司，成功整合和发展出了符合自身销售网络需求的激光测量产品和产业生态链，并逐步成为全球最具竞争力的激光测量仪器制造商。同时，公司激光雷达产品获得国内外客户的高度认可。公司已经成为激光测量领域具有国际竞争力的 ODM 公司，

图 40：公司激光业务收入（亿元）



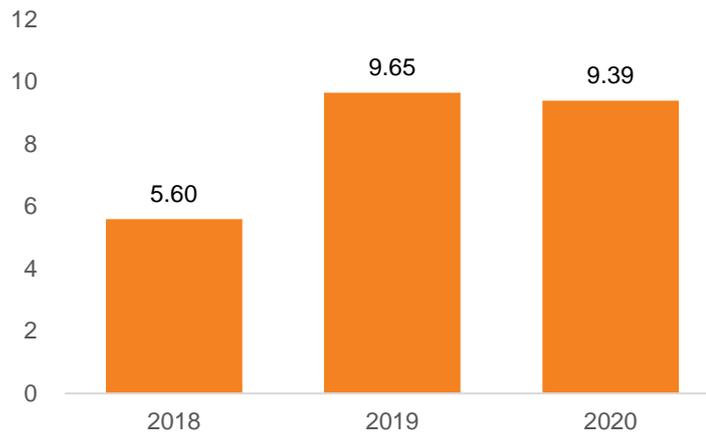
资料来源：公司年报，天风证券研究所

3.7.2. 进军存储柜业务，持续拓展手工具相关类目

存储柜业务是公司 2018 年发展起来的新业务。2018 年公司通过并购欧洲存储箱柜龙头公司 LISTA 进入这一全新领域，并且在 2020 年成功整合国内领先的存储箱柜公司新大地，利用各方优势建立了柬埔寨制造基地，成功打入了美国主流商超市场，逆势取得了市场份额的提升。据公司公告，2021 年，公司收购 geelong 相关资产，未来，公司与 geelong 将在存储箱柜业务上开展积极整合。

2020 年全球存储箱柜市场规模约 80 亿美元。而由于产品体积大、运输成本高和原材料占比高等因素，导致即使全球龙头公司也只有不足 5% 市场份额。

图 41：巨星科技存储箱柜收入（亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

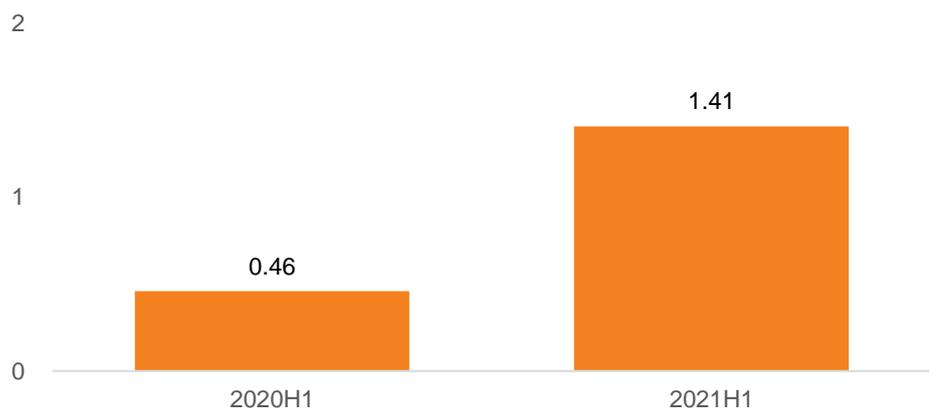
3.7.3. 切入动力工具领域，有望获得新增长

2020 年以来，由于疫情的冲击，使得部分区域性质的专用动力工具品牌如 Shop-Vac 和 BeA 等现金流断裂，被迫进入破产程序，给公司提供了跨过 OEM 和 ODM 阶段，直接以 OBM 方式进入动力工具领域的战略窗口期。同时由于新能源特别是锂电池技术在电动车等领域的大规模运用和相关公司不断的研发创新，使得锂电池电动工具的门槛不断下降，提供了公司整合成熟技术弯道超车龙头公司的产业基础。

公司未来将整合动力工具供应链和渠道资源，加强自主研发投入，优先发展吸尘器、动力钉枪等公司已经拥有强力品牌的动力工具业务。同时，以跨境电商为主要渠道，使用自有品牌，打造专门针对电商客户群体和欧美 85 后新住房群体的电动工具产品。

公司还将长期关注国际级动力工具品牌公司的动向，继续收购优质动力工具标的，扩展公司的动力工具业务，提升公司的综合竞争力，打造公司工具业务长期的增长点。

图 42：巨星科技动力工具业务快速增长（亿元）



资料来源：巨星科技 2021H1 半年报，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

我们按业务将公司业务收入分为手工具收入与其他业务收入。

其中，手工具收入可以分为以下几个部分：

- (1) 线上电商渠道，主要是海外亚马逊销售，根据历史情况，我们预测该渠道保持高速增长。
- (2) 线上土猫网，主要是国内垂直领域的电商销售，根据历史情况，我们预测该渠道保持较快增速。
- (3) 传统线下渠道，主要是海外商超等，我们预计该渠道会保持较为稳定的增长速度。
- (4) 工具并购收益部分，基于巨星科技的历史并购，我们认为该公司会保持并购节奏，持续并购工具类目下的公司，并表获得营收增量。

其他业务收入可以分为以下几个部分：

- (1) 个人防护用品，国内 2021 年口罩等需求并不紧迫，我们预计公司不再进行该业务。
- (2) 工业存储柜，预计公司 2021 年随着东南亚建造基地逐步投产，保持高速增长，2022 年之后保持稳定增长。
- (3) 激光探测器，预计该领域公司保持稳定增长。
- (4) 其他业务规模较小，给与一个较为稳定的增长预期。

图 43：公司估值主要指标

万元人民币	2020	2021E	2022E	2023E
线上电商	39000	58500	76050	95063
yoy		50%	30%	25%
线上土猫网	16800	21840	27300	34125
yoy		30%	25%	25%
线下	534900	588390	641345	692653
yoy		10%	9%	8%
手工具内生收入	590700	668730	832119	909264
手工具并购收入		83261	83261	83261
手工工具合计	590700	751991	915380	992525
yoy		27%	22%	8%
个人安全防护材料及制品	114257	0	0	0
yoy				
工业存储箱柜	93942	232863	267793	307962
yoy		147.88%	15.00%	15.00%
激光探测器	51323	56456	62101	68312
yoy		10%	10%	10%
其他业务	4211	4632	5096	5605
yoy		10%	10%	10%
整体营收	854444	1045943	1250370	1374404
营业收入增长率	28.96%	22.41%	19.54%	9.92%
毛利率	30.64%	31.00%	31.50%	31.50%
营业税金及附加/营业收入	0.32%	0.00%	0.00%	0.00%
销售费用率	5.36%	5.00%	4.90%	4.80%
管理费用率	5.86%	6.60%	6.30%	6.10%
财务费用率	-0.15%	0.20%	0.20%	0.20%
研发费用率	2.87%	3.50%	3.20%	3.00%
所得税率	12.77%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润		139581	179616	203274

资料来源：wind，天风证券研究所

首次覆盖给予“买入”评级。巨星科技是国内手工具领域出海龙头，对应手工具赛道下游持续高景气，上游产能逐渐向中国集中。公司 ODM 业务稳定增长，战略上持续推进自有

品牌与海外线上业务，自有品牌占比不断提高，同时公司积极寻求并购机会，收购了如 Arrow、prime-line、lista 等知名品牌。未来公司有望继续享受中国及东南亚的制造成本优势，稳步提升自身产能，切入动力工具赛道，依靠对工具类目供应链、渠道、品牌、研发的理解，作为龙头持续获得市场份额。

我们选择三花智控、艾迪精密作为公司的可比公司。三花智控是一家生产和研发制冷空调控制元件和零部件的厂商，与巨星科技一样是世界领先的 OEM 供应商。艾迪精密是国内液压破碎锤行业的领军企业，与巨星科技一样都有工具类产品。

综合预计公司 2021-2023 年营收 104.60 亿/125.04 亿/137.44 亿元，净利润 13.96 亿/17.96 亿/20.33 亿元。参考可比公司估值，给与公司 2022 年 25 倍 PE，对应目标价 39.27 元。

表 8：可比公司 pe (2021 年 10 月 25 日)

公司名称	收盘价		EPS 摊薄 (元)			PE			
	2021/10/25	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
巨星科技	31.07	1.26	1.40	1.67	2.03	24.78	22.20	18.56	15.33
三花智控	24.10	0.41	0.54	0.67	0.80	60.56	44.48	36.12	30.04
艾迪精密	36.59	0.86	0.76	0.96	1.19	79.99	47.84	37.94	30.82

资料来源：wind，天风证券研究所

注：公司预期取 wind 一致预期

5. 风险提示

①汇率波动风险

目前公司营业收入基本来自于境外市场，如人民币汇率宽幅波动，将对公司的营业收入产生一定影响。公司主营业务订单大部分以美元计价，人民币对美元汇率波动直接影响产品的价格竞争力，从而对公司经营业绩产生影响。对此，公司将继续加强海外布局和结汇调控，对冲和降低汇率波动对公司业绩的影响。

②原材料价格上升风险

近期，公司主要原材料价格波动较大，造成公司生产成本也有所波动。尽管公司产能以外协生产为主，且对上游外协厂商议价能力较强，但若原材料价格持续上升，仍可能对公司盈利能力产生一定影响。对此，公司将继续加强采购和成本控制，与供应商建立战略合作关系并签订长期协议来消化原材料价格波动风险；同时持续优化产品结构，加强新产品的研发，依靠创新型产品确定合理价格，维持产品毛利率。

③贸易摩擦风险

目前美国是公司的最大单一市场，公司向美国出口的部分产品依然被征收 25% 的关税，对公司发展存在不利影响。对此，公司将密切关注国际局势，继续实施国际化战略，推进海外制造基地建设，培育海外供应链，建立全球化的产能布局和供应链体系，确保公司业务稳定发展。

④运力不足风险

目前世界航运仍然有待恢复，若是公司不能顺利运出货物，会影响营收的后续确认。

⑤疫情反复影响东南亚生产风险

公司在东南亚地区有一定产能，若是该地区疫情反复，则会影响公司在当地的生产。

⑥并购不及预期风险

公司持续推进并购，如果未来并购价格过高，会使得公司现金流承压。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,456.93	3,750.51	4,604.64	6,208.65	7,840.30
应收票据及应收账款	1,110.92	1,271.63	2,168.76	1,788.87	2,445.60
预付账款	44.21	80.01	95.56	105.60	110.21
存货	1,193.88	1,386.32	1,823.85	2,079.92	2,128.45
其他	336.20	647.05	669.19	656.78	684.68
流动资产合计	5,142.15	7,135.52	9,362.01	10,839.83	13,209.24
长期股权投资	1,931.34	2,207.88	2,207.88	2,207.88	2,207.88
固定资产	1,058.45	1,348.03	1,381.09	1,405.63	1,412.07
在建工程	129.16	166.27	135.76	129.46	107.67
无形资产	507.81	607.72	587.41	567.10	546.80
其他	2,361.31	2,212.27	2,204.41	2,196.55	2,195.87
非流动资产合计	5,988.07	6,542.17	6,516.56	6,506.62	6,470.28
资产总计	11,132.50	13,677.78	15,878.66	17,346.54	19,679.61
短期借款	823.46	1,015.12	1,015.12	1,015.12	1,015.12
应付票据及应付账款	1,202.81	1,193.24	1,885.80	1,840.45	2,132.43
其他	489.76	702.53	831.17	728.63	856.06
流动负债合计	2,516.03	2,910.89	3,732.08	3,584.20	4,003.61
长期借款	689.39	509.56	509.56	509.56	509.56
应付债券	0.00	799.73	799.73	799.73	799.73
其他	310.65	420.19	420.19	420.19	420.19
非流动负债合计	1,000.03	1,729.48	1,729.48	1,729.48	1,729.48
负债合计	3,516.06	4,640.37	5,461.56	5,313.68	5,733.09
少数股东权益	185.84	211.22	211.22	211.22	211.22
股本	1,075.25	1,075.25	1,143.44	1,143.44	1,143.44
资本公积	2,036.39	2,095.04	2,095.04	2,095.04	2,095.04
留存收益	6,315.83	7,771.76	9,062.44	10,678.21	12,591.87
其他	(1,996.88)	(2,115.87)	(2,095.04)	(2,095.04)	(2,095.04)
股东权益合计	7,616.43	9,037.41	10,417.10	12,032.87	13,946.53
负债和股东权益总计	11,132.50	13,677.78	15,878.66	17,346.54	19,679.61
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	903.65	1,364.49	1,395.81	1,796.16	2,032.74
折旧摊销	135.63	151.56	77.75	82.07	85.66
财务费用	(2.19)	166.31	20.92	25.01	27.49
投资损失	(75.39)	(296.55)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(576.42)	(561.38)	(543.30)	(13.84)	(317.67)
其它	424.61	(53.28)	0.00	(0.00)	0.00
经营活动现金流	809.89	771.15	951.18	1,889.40	1,828.22
资本支出	1,275.49	691.58	60.00	80.00	50.00
长期投资	1,063.95	276.53	0.00	0.00	0.00
其他	(3,734.33)	(1,366.71)	(120.00)	(160.00)	(100.00)
投资活动现金流	(1,394.89)	(398.59)	(60.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	1,694.39	2,546.12	2,546.12	2,546.12	2,546.12
股权融资	132.03	(115.26)	68.09	(25.01)	(27.49)
其他	(1,560.97)	(1,271.73)	(2,651.25)	(2,726.50)	(2,665.20)
筹资活动现金流	265.45	1,159.13	(37.04)	(205.39)	(146.57)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(319.55)	1,531.68	854.14	1,604.00	1,631.65

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,625.46	8,544.44	10,459.43	12,503.70	13,744.04
营业成本	4,466.41	5,926.77	7,217.00	8,565.04	9,414.67
营业税金及附加	26.01	27.27	0.00	0.00	0.00
营业费用	586.97	458.27	522.97	612.68	659.71
管理费用	477.71	501.00	690.32	787.73	838.39
研发费用	203.77	245.37	366.08	400.12	412.32
财务费用	(39.06)	113.58	20.92	25.01	27.49
资产减值损失	(16.11)	(93.48)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	8.15	31.92	0.00	0.00	0.00
投资净收益	75.39	296.55	0.00	0.00	0.00
其他	(209.24)	(475.03)	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,045.46	1,512.22	1,642.13	2,113.13	2,391.46
营业外收入	2.90	54.88	0.00	0.00	0.00
营业外支出	3.20	2.82	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,045.16	1,564.27	1,642.13	2,113.13	2,391.46
所得税	141.51	199.78	246.32	316.97	358.72
净利润	903.65	1,364.49	1,395.81	1,796.16	2,032.74
少数股东损益	8.62	14.36	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	895.03	1,350.13	1,395.81	1,796.16	2,032.74
每股收益(元)	0.78	1.18	1.22	1.57	1.78
主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	11.64%	28.96%	22.41%	19.54%	9.92%
营业利润	18.31%	44.65%	8.59%	28.68%	13.17%
归属于母公司净利润	24.83%	50.85%	3.38%	28.68%	13.17%
获利能力					
毛利率	32.59%	30.64%	31.00%	31.50%	31.50%
净利率	13.51%	15.80%	13.35%	14.37%	14.79%
ROE	12.05%	15.30%	13.68%	15.19%	14.80%
ROIC	16.93%	22.54%	19.15%	22.96%	25.91%
偿债能力					
资产负债率	31.58%	33.93%	34.40%	30.63%	29.13%
净负债率	-10.01%	-13.33%	-19.76%	-30.44%	-37.96%
流动比率	2.04	2.45	2.51	3.02	3.30
速动比率	1.57	1.98	2.02	2.44	2.77
营运能力					
应收账款周转率	5.85	7.17	6.08	6.32	6.49
存货周转率	6.09	6.62	6.52	6.41	6.53
总资产周转率	0.65	0.69	0.71	0.75	0.74
每股指标(元)					
每股收益	0.78	1.18	1.22	1.57	1.78
每股经营现金流	0.71	0.67	0.83	1.65	1.60
每股净资产	6.50	7.72	8.93	10.34	12.01
估值比率					
市盈率	40.03	26.53	25.67	19.94	17.62
市净率	4.82	4.06	3.51	3.03	2.61
EV/EBITDA	8.00	14.55	19.26	14.39	12.10
EV/EBIT	8.91	15.59	20.16	14.94	12.53

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com