

巨星科技 (002444.SZ)

工具龙头主业需求稳健，储能带来第二曲线

核心观点:

- 手工具龙头，盈利能力企稳。**公司是国内手工具龙头，我们认为盈利低谷已过，2022Q1 出现了历史最大的收入增速与利润增速剪刀差，未来盈利能力将持续修复。**(1) 原材料成本:**公司生产用的原材料主要包括刚、铝、塑料等，螺纹钢和热卷的价格均已经回落至 2020 年的价格水平，预计明年将会带来正向贡献。**(2) 汇率波动:**公司的部分收入以美元结算，三季度以来汇率对公司经营已经产生正向影响。**(3) 海运费:**海运费对公司盈利能力影响较大，尤其是 OBM 部分，近期海运费有所回落，恢复至较低位置，预计明年将对盈利带来正向贡献。
- 主业需求稳健，公司优势显著。**公司优势体现在整合供应链、客户、产品及品牌等，两个视角下需求企稳，**(1) 美国房地产整体稳健:**美国新屋销量与成屋销量绝对值保持在相对高位；2022 年三季度，美国房地产贷款拖欠率达到了近乎历史最低值，房屋空置率也处于较低值。**(2) 工具终端需求:**美国建材和园林设备销售额增速维持在 10% 的中枢；劳氏和家得宝收入增速相对平稳，库存销售比仍保持在较低水平。
- 储能业务契合公司渠道，打开成长空间。**巨星科技 2021 年开始布局户储业务，目前有移动储能 (POWER BANK) 和家用储能 (POWER STATION) 两类产品。户用储能产品因刚需性、经济性等需求高景气，公司产品有效结合自身优势渠道，将打开成长空间。
- 盈利预测与投资建议。**预测 22-24 年 EPS 分别为 1.28/1.57/1.87 元/股，按最新收盘价对应 PE 分别为 14.9/12.2/10.2 倍。公司主业发展稳健，同时户储业务将快速发展，进一步打开成长空间。维持公司合理价值 26.40 元/股，对应 2023 年 16.8 倍 PE，维持“买入”评级。
- 风险提示。**海外需求不及预期，储能产品渗透情况不及预期，汇率波动影响业绩，并购整合不及预期。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	8,544	10,920	13,661	16,827	20,658
增长率 (%)	29.0	27.8	25.1	23.2	22.8
EBITDA (百万元)	1,549	1,405	1,951	2,432	2,870
归母净利润 (百万元)	1,350	1,270	1,542	1,891	2,248
增长率 (%)	50.8	-5.9	21.4	22.6	18.9
EPS (元/股)	1.26	1.11	1.28	1.57	1.87
市盈率 (x)	24.78	27.47	14.93	12.18	10.24
ROE (%)	15.3	12.0	12.6	13.4	13.8
EV/EBITDA (x)	20.98	24.43	11.06	8.59	7.00

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

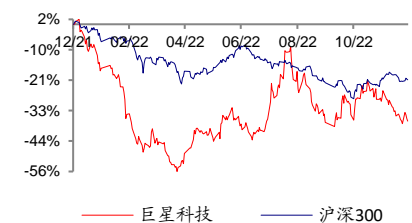
买入

当前价格	19.15 元
合理价值	26.40 元
前次评级	买入
报告日期	2022-12-29

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1202.50/1155.58
总市值/流通市值 (百万元)	23028/22129
一年内最高/最低 (元)	30.77/13.40
30 日日均成交量/成交额 (百万)	12.32/256.11
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	-4.01/2.90

相对市场表现



分析师:

代川



SAC 执证号: S0260517080007



SFC CE No. BOS186



021-38003678



daichuan@gf.com.cn

相关研究:

巨星科技 (002444.SZ): 主业需求 2022-11-17

边际改善, 户储产品未来可期

联系人:

石城

shicheng@gf.com.cn

目录索引

一、巨星科技：并购理论成熟，产品矩阵丰富	5
（一）发展历程：自主品牌不断提升，加速并购发展	5
（二）股权结构稳定	7
（三）业绩稳健增长，盈利能力修复显著	7
二、工具业务龙头，全球布局稳健扩张	12
（一）工具市场空间广阔，中微观视角下海外需求稳健	12
（二）巨星科技是国内工具龙头，三重优势加码	15
（三）横向对比，巨星科技财务指标优良	19
三、结合传统渠道优势，储能业务带来第二曲线	21
（一）便携式储能快速发展，海外市场高景气	21
（二）欧美家用储能刚需属性凸显，补贴促进长远发展	24
四、盈利预测和投资建议	26
（一）盈利预测	26
（二）估值及投资建议	27
五、风险提示	28
（一）海外需求不及预期的风险	28
（二）储能产品渗透不及预期的风险	28
（三）汇率波动风险	28
（四）并购整合风险	28

图表索引

图 1: 巨星科技上市后开启并购发展历程	5
图 2: 公司股权结构 (截至 2022 年三季度末)	7
图 3: 公司营收及增速 (亿元, %)	8
图 4: 公司归母净利润 (亿元, %)	8
图 5: 公司近年各产品营收结构	8
图 6: 公司 2021 年各地区营收结构	8
图 7: 近年公司各产品毛利率	9
图 8: 公司 OBM 营收额及占收入比 (亿元, %)	9
图 9: 公司 ODM 及 OBM 模式毛利率	9
图 10: 螺纹钢 (HRB400 Φ16-25mm) 市场价 (元/吨)	10
图 11: 热卷价格指数 (元/吨)	10
图 12: 美元兑人民币月度平均汇率	10
图 13: 武汉出口集装箱运价指数	10
图 14: 近年公司收入增速与归母净利润增速	10
图 15: 美国 CPI 及中国 PPI 剪刀差与巨星科技净利率拟合	11
图 16: 2021 年工具市场竞争格局	12
图 17: 2021 年手工具市场竞争格局	12
图 18: 动力工具市场空间及结构 (亿美元)	12
图 19: 动力工具市场空间分布	12
图 20: 美国月度新屋销售量及增速 (千套, %)	13
图 21: 美国月度成屋销售量及增速 (万套, %)	13
图 22: 美国成屋库存及建造支出增速 (万套, %)	13
图 23: 美国房地产带宽拖欠率与房屋空置率	13
图 24: 美国建材、园林和物料零售额及增速 (亿美元, %)	14
图 25: 美国五金店零售及增速 (亿美元, %)	14
图 26: 劳氏与家得宝季度收入及增速 (亿美元, %)	14
图 27: 家得宝与劳氏库存额 (亿美元)	14
图 28: 美国零售商库存销售比	15
图 29: 巨星科技销售渠道	15
图 30: 巨星科技最大客户与前五大客户销售占比	16
图 31: 巨星科技全球化生产制造基地	16
图 32: 史丹利百得营收 (亿美元)	18
图 33: 史丹利百得的商业模式	18
图 34: 巨星科技经营性现金流净额与净利润 (亿元)	18
图 35: 巨星科技与可比公司营收增速	19
图 36: 巨星科技与可比公司净利润增速	19
图 37: 巨星科技与可比公司毛利率	19
图 38: 巨星科技与可比公司净利率	19
图 39: 巨星科技与可比公司存货周转率	20

图 40: 巨星科技与可比公司应收账款周转率	20
图 41: 巨星科技 ROE 拆解	20
图 42: 便携式储能产品示意图	21
图 43: 便携式储能用途	21
图 44: 全球便携式储能市场空间及增速 (亿元, %)	22
图 45: 美国户外露营的家庭数量及增速 (万户, %)	22
图 46: 便携储能在应急用电领域的市场规模及渗透率预测 (万台, %)	22
图 47: 2020 年全球便携式储能主要生产国家分布	23
图 48: 2020 年全球便携式储能主要销售国家分布	23
图 49: 便携式储能不同领域的应用占比	23
图 50: 2020 年 CAISO 装机容量结构	24
图 51: 加州电网净需求的“鸭子曲线”现象	24
表 1: 巨星科技自有品牌	6
表 2: 巨星科技收购品牌	6
表 3: 巨星科技近年前五大客户结构	16
表 4: 巨星科技海外产能布局	17
表 5: 史丹利百得 2010 年后的并购事件	17
表 6: 便携式储能与发电机参数对比	24
表 7: 2017 版 SGIP 手册中五轮补贴发放标准 (\$/Wh)	25
表 8: 不同储能系统时长对应的补贴标准	25
表 9: 不同储能容量对应的补贴标准	25
表 10: 巨星科技营收拆分 (百万元)	26
表 11: 巨星科技可比公司估值表 (截至 2022 年 12 月 29 日收盘)	27

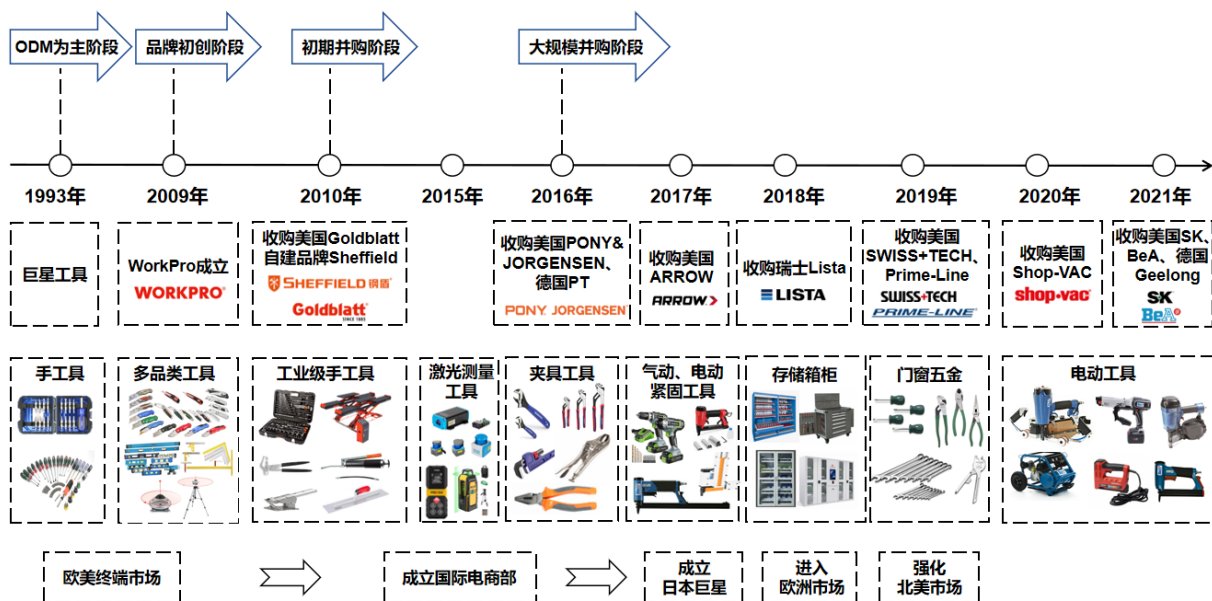
一、巨星科技：并购理论成熟，产品矩阵丰富

（一）发展历程：自主品牌不断提升，加速并购发展

巨星科技已成长为亚洲最大、全球第三大手工具企业。公司主要产品包括手工具、动力工具、激光测量仪器、存储箱柜四大类。2010年上市以来，公司在全球范围内先后对10多家公司发起收购，成长为一家集欧美本土服务、亚洲产业链制造和中国管理研发的全球资源配置型公司。

公司发展历程划分为四个阶段。（1）ODM为主阶段（1993年-2009年）：巨星科技的前身巨星工具成立于1993年，巨星工具于2007年并入巨星集团。巨星工具前期产品是以扳手类、锤子类为主的手工具，成功依靠ODM渠道进入欧美大型终端市场。（2）品牌初创阶段（2009年-2010年）：2009年自主品牌WorkPro创立，公司产品品类扩展，涵盖手动、气动、电动、园林工具等，为DIY消费者和专业用户提供全域解决方案，同时开启了从ODM过渡到OBM的进程。2010年巨星集团自建品牌Sheffield创立，同年收购美国Goldblatt，产品矩阵扩展至工业级手工具。（3）初期并购阶段（2011年-2016年）：2011年巨星集团自建EverBrite，产品矩阵新增手电筒、头灯、工作灯等，下游客户不断拓展。2016年公司收购美国PONY JORGENSEN，产品线新增木工工具、夹具类产品。（4）大规模并购阶段（2016年-2022年）：巨星集团不断完善品牌矩阵，通过并购完成贴牌到自有品牌布局。上市以来，巨星先后收购多家来自美洲和欧洲手工具、存储箱柜、动力工具的龙头企业，原有五金气动、电动类工具品类不断丰富，并逐步拓展激光测量工具、存储箱柜、动力工具。巨星科技布局启线上线下的销售渠道，成功在欧洲及北美市场取得销售渠道。2022年11月10日，巨星拟2.8亿收购艾纶清洁70%股权，计划以艾纶清洁泵阀优势强化北美及电商市场系列产品，切入光伏、储能、家具用品等，基础打开成长空间。

图1：巨星科技上市后开启并购发展历程



数据来源：招股说明书，公司年报，广发证券发展研究中心

公司逐步建立起完善的品牌和渠道，其收购品牌均为所在细分赛道龙头企业，覆盖五金工具、存储箱柜、激光测量仪器、吸尘器等领域。（1）ARROW：是美国手动、电动射钉枪和耗材百年品牌，根据公司官网披露，ARROW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，且拥有包括美国工厂在内完整的美国供销体系。（2）Goldblatt：产品远销世界100多个国家和地区，在巨星研发和销售能力的加持下，Goldblatt拓展了渠道和产品线，品牌得到长足发展。（3）Pony Jorgensen：在巨星帮助下继续传承经典的产品设计，开拓创新开发更完整的产品线。（4）PREXISO：依托优势资源，拥有多个生产基地、研发中心和实验室，整合全球资源为用户提供系统化解解决方案。（5）LISTA：全球工业级存储解决方案领先品牌，公司一直以最为严苛的质量要求设计产品，全部由位于瑞士总部和德国分部的工厂完成制造。（6）shop-vac：是北美最受欢迎的吸尘器品牌，在中国、美国、越南都有制造基地，主要客户包括Grainger, Lowe's, Menards, Walmart, Amazon等。

表 1: 巨星科技自有品牌

自有品牌	成立年份	产品矩阵	下游客户
WORKPRO	2009	手动工具、气动工具、电动工具、园林工具、照明	全球一站式工具品牌供应商，为 DIY 消费者提供解决方案
SHEFFIELD	2010	电子电工类、机工类、VDE 绝缘类工具、汽保机修工具	能源、机械制造、轨交、新能源车、汽配备件、电力电工
EverBrite	2011	手电筒、头灯、工作灯、野营灯、聚光灯	工作、娱乐、探险、家庭修理

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表 2: 巨星科技收购品牌

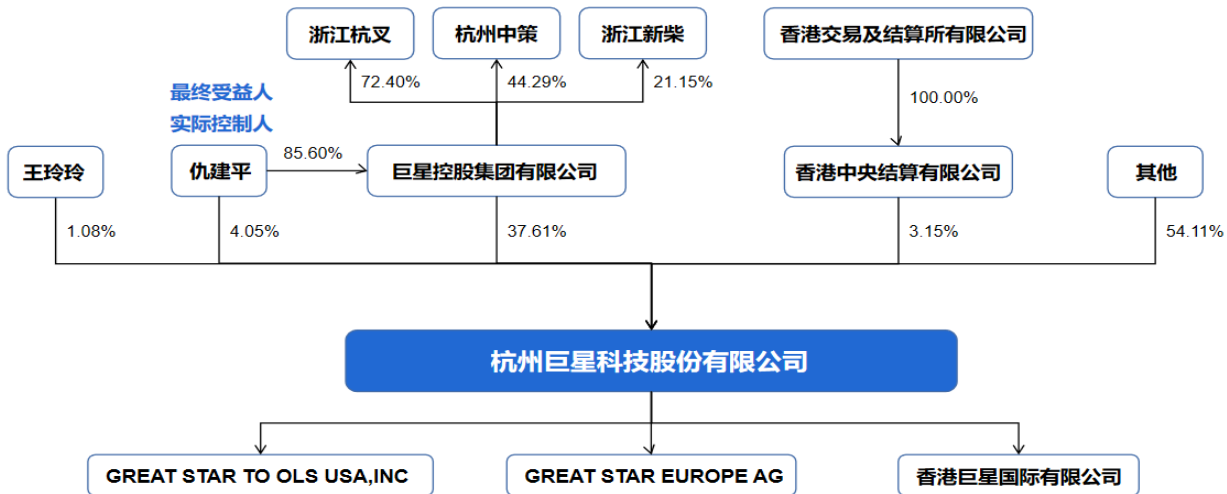
收购品牌	成立年份	成立地点	收购时间	产品矩阵	下游客户
Goldblatt	1885	美国	2010	混凝土机械、纸面石膏板、砌筑工具、电动工具	泥工、石工、混凝土、石膏墙、瓷砖、油漆
PONY JORGENSEN	1903	美国	2016	手动工具、工作台、锯木架、摆动工具和刀片、旋转工具和钻头	木工、家具
ARROW	1929	美国	2017	手动、电动、气动 U 型钉、码钉、铆钉射钉枪和紧固工具配件耗材	大型连锁超市、工业
PREXISO		瑞士	2018	深度、距离的单点、多点、线式、面式测量工具，激光指示仪	室内装修、测量工具、工程测绘、建筑施工
LISTA	1945	瑞士	2018	工业级存储箱柜	工厂、汽修厂
PRIME-LINE	1978	美国	2019	门窗五金、橱柜五金、家具五金、小五金配件	经销商、批发商、建筑商、私人屋主
SWISS+TECH	1994	美国	2019	微型工具、多功能工具、户外工具	
shopvac	1965	美国	2020	干湿真空吸尘器及配件、车载吸尘器	消费、商业用户
SK	1914	美国	2021	驱动工具和配件、钳子、刀具、汽车工具	
BeA	1910	比利时	2021	气动钉枪及紧固件	木工、家具、装修
GeeLONG	1993	美国	2021	存储箱柜	户外作业、旅行、室内应急、户内日常
艾纶清洁	2010	中国	2022	高压清洗机，吸尘器，清扫器等	消费、商业用户

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

（二）股权结构稳定

公司股权结构稳定。截止2022年三季度末，董事长仇建平直接持有公司4.05%的股份，妻子王玲玲持有1.08%的股份。巨星集团最大股东为巨星控股集团有限公司，仇建平持有巨星控股85.60%的股份，为巨星集团最终控制人和实际受益人。公司分别在美国、欧洲创立子公司，并控股海外公司。

图2：公司股权结构（截至2022年三季度末）



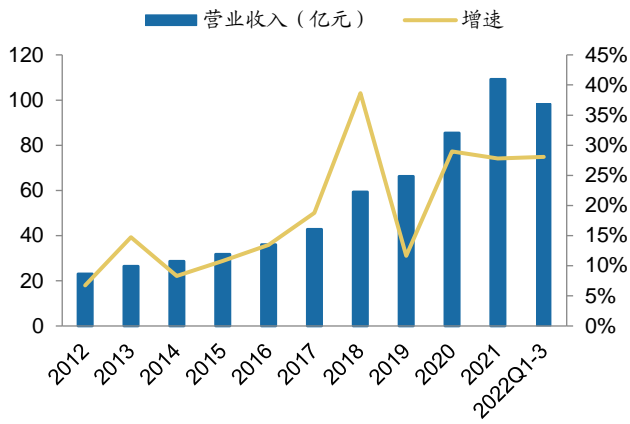
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

（三）业绩稳健增长，盈利能力修复显著

业绩稳健增长，产品种类丰富度提升。公司总体营收稳步增长，2016-2021年间营收CAGR为25.12%，归母净利润CAGR为17.7%，且产品丰富度有所提升。2022年前三季度公司营收98.4亿元，同比增长28.1%，归母净利润12.6亿元，同比增长9.8%。

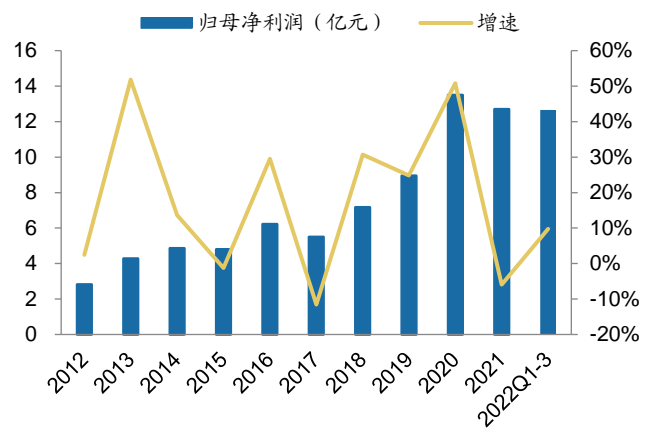
（1）手工具：新品类拓展取得突破，获得园林手和户外用品订单。公司自有品牌不断完善、全球化产能布局，2021年手工具收入65.5亿元，同比增长14.5%。**（2）动力工具：**电动吸尘器和动力钉枪是核心产品，公司重视发展产品线，并在2021年推出全新20V平台全品类锂电池电动工具产品线。2021年是公司动力工具元年，实现动力工具收入10.2亿元，同比增长453.8%。**（3）激光工具：**激光测量仪器业务发展提速，取得良好增长。根据2021年年报，公司交货量翻倍。2021全年激光测量仪器业务收入8.89亿元，同比增长73.1%。**（4）存储箱柜：**存储箱柜业务新品类加速拓展。2021年全年存储箱柜业务实现销售收入23.71亿元，同比增长152.4%。

图3: 公司营收及增速 (亿元, %)



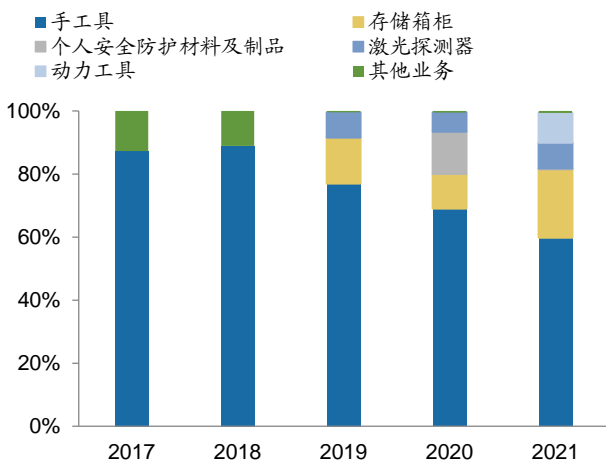
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图4: 公司归母净利润 (亿元, %)



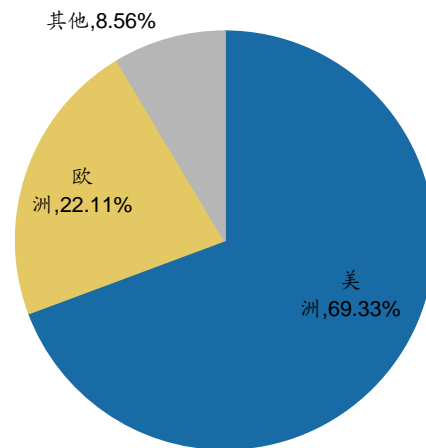
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图5: 公司近年各产品营收结构



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

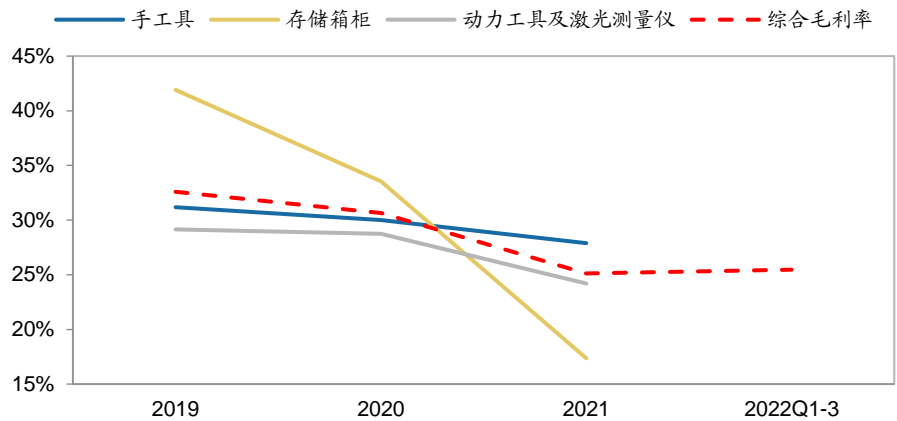
图6: 公司2021年各地区营收结构



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

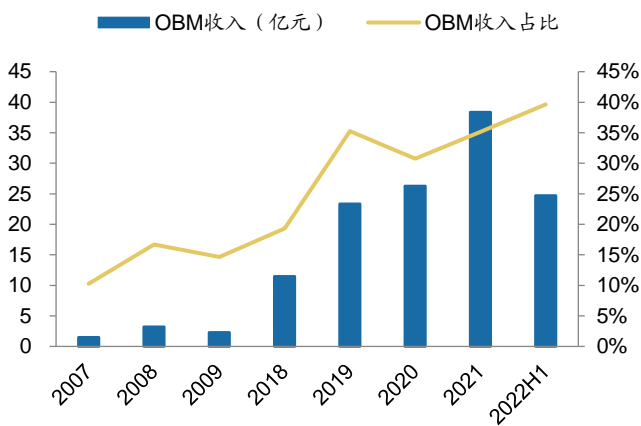
毛利率探讨: 四重因素影响, 2022年综合毛利率企稳。公司2022年综合毛利率企稳在25%左右。(1) **细分产品因素:** 手工具毛利率相对平稳, 波动较小; 箱柜业务毛利率下行较为明显, 主要系箱柜产品对原材料热卷钢价格更为敏感、且结构端低毛利产品的收入有所增加; 动力工具及激光测量仪器板块毛利常年低于均值, 未来盈利能力将受益于规模提升。(2) **自有品牌因素:** 主要销售模式主要包括ODM和OBM, 近年公司OBM占比逐步提升, 且OBM对应的毛利率高于ODM, 呈提升趋势。2007年公司OBM收入占比仅为10.3, 2022年中OBM营收占比达39.63%, 较2021年底提升4.5pct, 自主品牌发展迅速。(3) **汇率及报价方式因素:** 公司在中国和东南亚的产能, 出口至欧美时候采用FOB报价, 这部分产品的收入和毛利率都会随着汇率波动而受影响。巨星科技的收入是美元计价, 成本是人民币计价, 汇率对毛利率的影响较大。(4) **海运费因素:** 公司的采购及OBM海运费自2020年开始计入成本, 影响毛利率; ODM部分, 客户承担海运费。OBM和ODM部分毛利率的变动差值, 即体现为海运费的差异。2022H1, OBM毛利率率先恢复, 就是海运费回暖的体现。

图7: 近年公司各产品毛利率



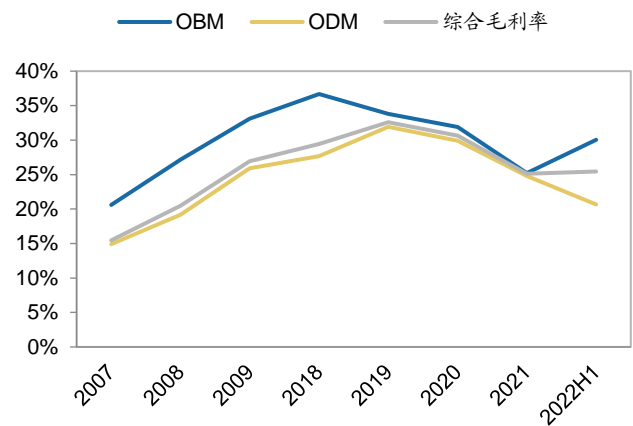
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图8: 公司OBM营收额及占收入比 (亿元, %)



数据来源: 公司招股书, 公司年报, 广发证券发展研究中心

图9: 公司ODM及OBM模式毛利率



数据来源: 公司招股书, 公司年报, 广发证券发展研究中心

盈利能力修复, “三座大山”的影响减弱, 营收及利润增速最大剪刀差已过。从影响公司盈利能力的因素看, 主要“三座大山”, 即原材料成本、汇率波动、海运费, 2022Q1出现了历史最大的收入增速与利润增速剪刀差, 未来盈利能力将持续修复。(1) **原材料成本:** 公司生产用的原材料、半成品、外协成本占比较高, 主要包括刚、铝、塑料等。从螺纹钢和热卷的价格情况看, 均已经回落至2020年的价格水平, 预计明年将会带来正向贡献。(2) **汇率波动:** 公司的部分收入确认会以美元结算, 2021年及2022年初因人民币升值显著, 使公司毛利率受影响较大。三季度以来, 汇率已经恢复至相对受益位置。(3) **海运费:** 海运费对公司盈利能力影响较大, 尤其是OBM部分, 近期海运费有所回落, 恢复至较低位置, 预计明年将带来正向贡献。

图10: 螺纹钢 (HRB400 Φ16-25mm) 市场价 (元/吨)

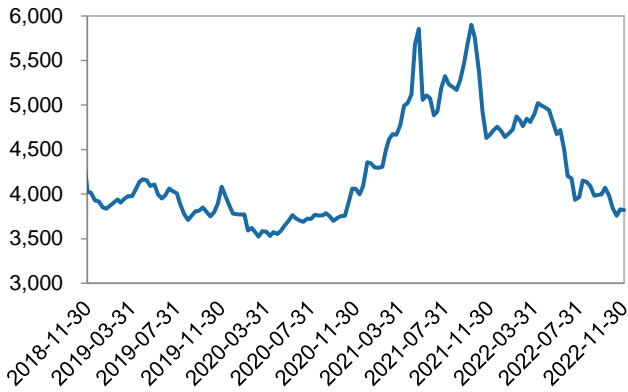
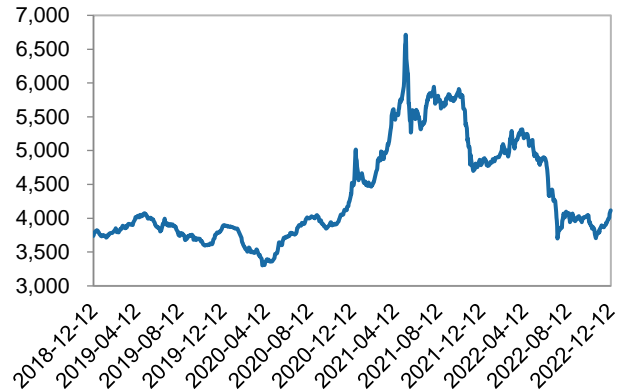


图11: 热卷价格指数 (元/吨)



数据来源: wind, 国家统计局, 广发证券发展研究中心

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图12: 美元兑人民币月度平均汇率

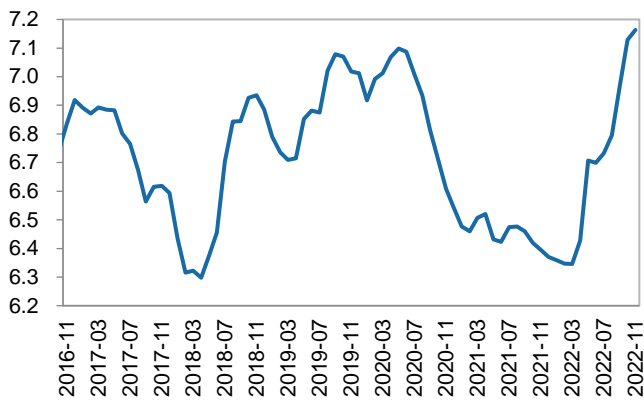
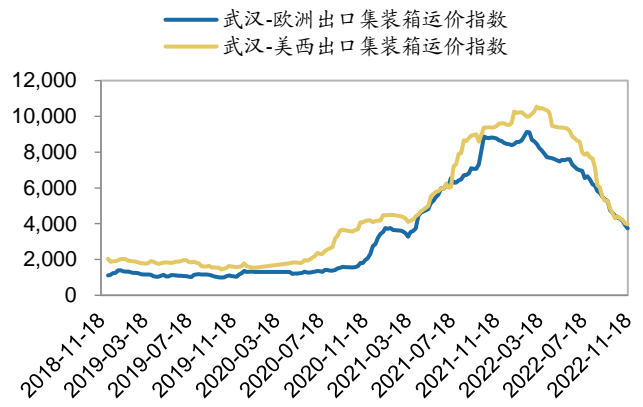


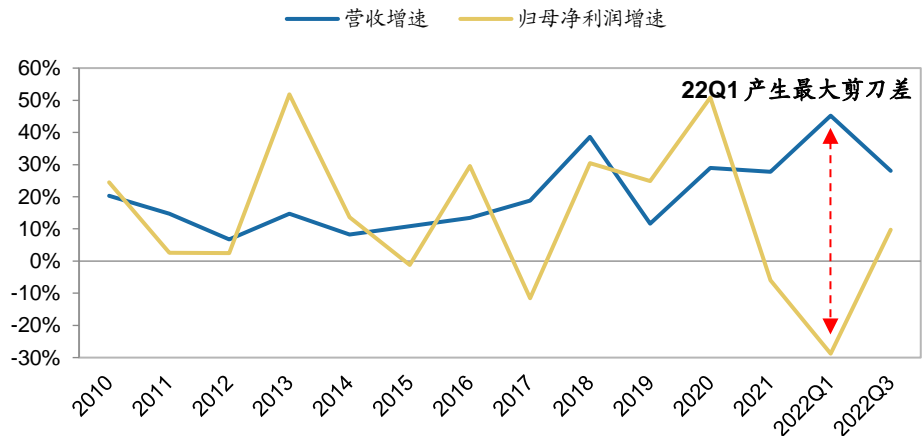
图13: 武汉出口集装箱运价指数



数据来源: wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

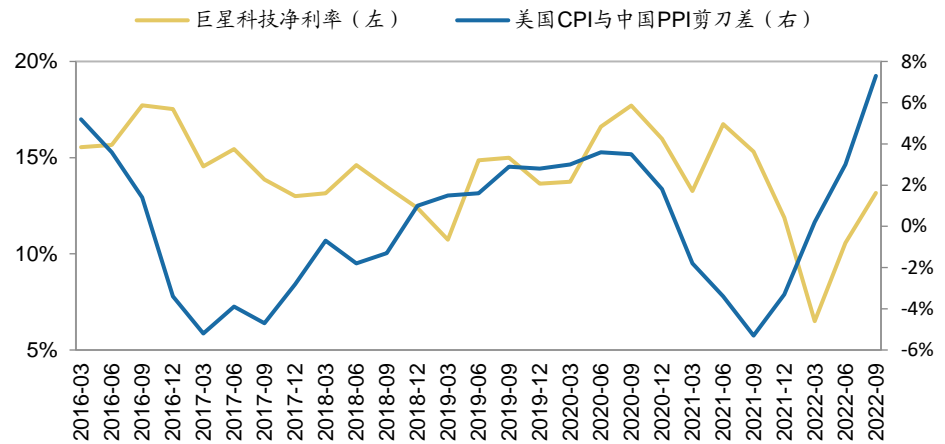
图14: 近年公司收入增速与归母净利润增速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

巨星科技的盈利能力的前置观测指标：美国CPI与中国PPI的剪刀差。因巨星科技主要出口到欧洲和美国，成本端主要在中国，因此美国CPI与中国PPI的差值，与巨星科技的盈利能力呈正相关。我们拟合美国CPI与中国PPI的剪刀差值，与巨星科技净利率，发现差值与净利率呈现较强正相关性，且可以作为盈利能力预测的领先指标，最近一轮波动领先性在半年左右。

图15：美国CPI及中国PPI剪刀差与巨星科技净利率拟合



数据来源：wind，美国劳工部，国家统计局，广发证券发展研究中心

二、工具业务龙头，全球布局稳健扩张

(一) 工具市场空间广阔，中微观视角下海外需求稳健

工具市场千亿空间，需求主要来自欧洲北美。五金工具产品主要可以分为手工具、动力工具，根据史丹利百得2022presentation披露，2021年全球工具市场空间达670亿美元，结合Frost Sullivan的统计，电动工具市场空间约在415亿美元，占比约62%；手工具及其他市场空间约为255亿元。2021年全球工具收入前五名企业为史丹利百得、创科实业（TTI）、博世（Bosch）、牧田（Makita）、实耐宝（Snap-on），2021年前五名市占率约为67%，巨星科技市占率约为2.6%。从市场空间分布看，70%以上的需求来自北美和欧洲，史丹利百得2021年的销售金额60%来自美国。单看手工具，2021年巨星科技市占率为6.2%左右，接近第二名的ATG。

图16: 2021年工具市场竞争格局

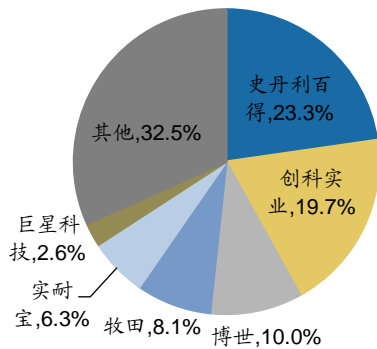
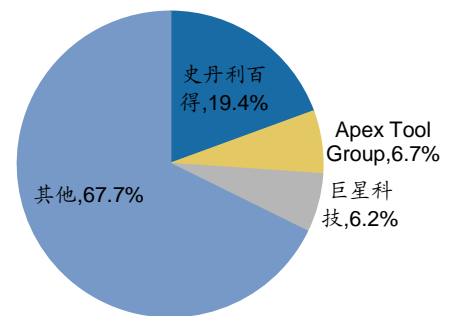


图17: 2021年手工具市场竞争格局



数据来源: wind, 史丹利百得, 广发证券发展研究中心
博世市占率取自史丹利百得 2022presentation 指引值

数据来源: wind, 史丹利百得, 广发证券发展研究中心

图18: 动力工具市场空间及结构 (亿美元)

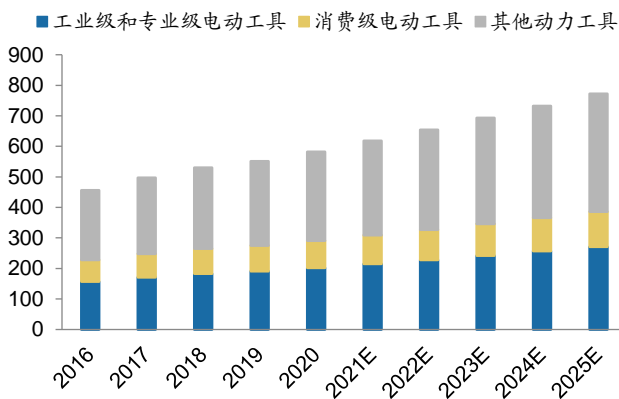
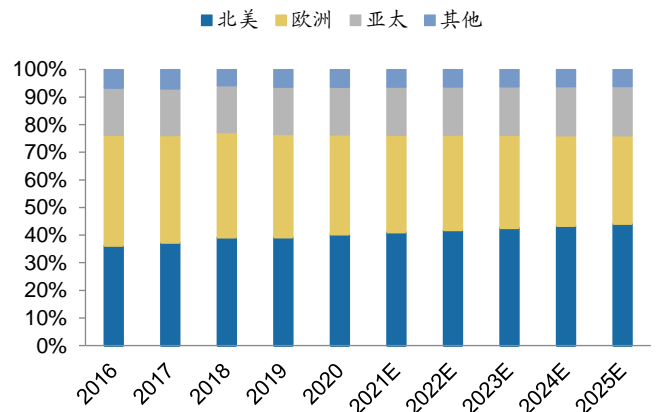


图19: 动力工具市场空间分布



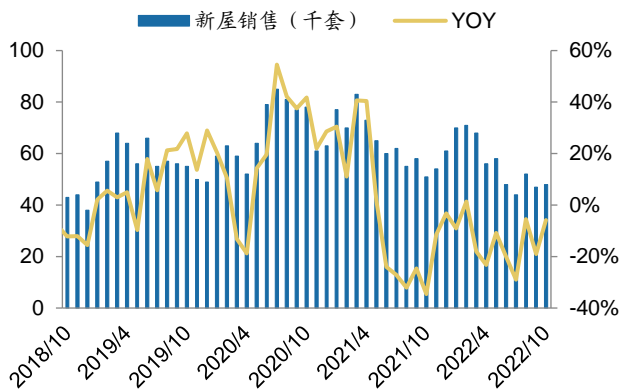
数据来源: 泉峰控股招股说明书, Frost Sullivan, 广发证券发展研究中心

数据来源: 泉峰控股招股说明书, Frost Sullivan, 广发证券发展研究中心

需求的参照项：北美地产和建材五金销售。工具类产品呈现需求端弱周期属性，市场空间稳健增长。**(1) 手工具：**主要的消费群体为家庭，主要用于房屋、汽车、花园等等维修，与成屋销售的相关性更强。**(2) 动力工具：**包括钉枪、吸尘器等，跟新屋的销售情况相关性更大。**(3) 箱柜：**一般用在汽车修理，企业车间的设备保养等。从北美新屋和成屋市场表现看，需求端相对稳定。

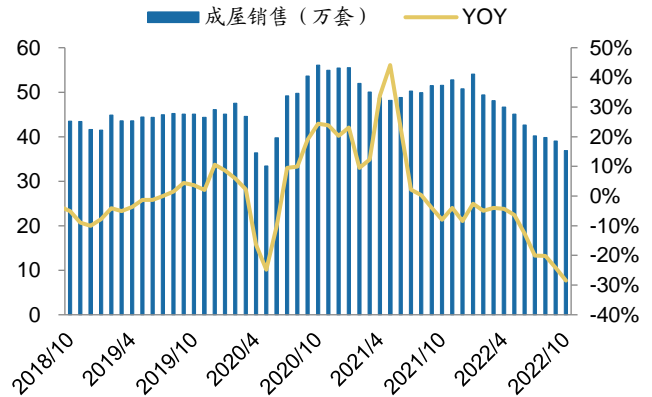
三个维度，判断美国地产端相对稳健。**(1) 美国新屋销量与成屋销量：**2022年美国月度销量增速持续为负值，但季度值保持在15万套左右。2022年Q2成屋销量增速继续下行，但季度绝对值保持在120-150万套的相对景气区间。**(2) 美国成屋库存与建筑支出：**截至2022年10月，美国成屋库存量在120万套左右，仍处于中等偏下水位；建筑支出增速端，2022年始终保持10%以上的增速。未来从开工到房屋销量的传导，库存压力不大。**(3) 美国地产贷款拖欠率与房屋空置率：**2022年Q3，美国房地产贷款拖欠率达到了近乎历史最低值，房屋空置率也处于较低值。两项指标可以说明美国地产市场的稳健度，风险可控。

图20: 美国月度新屋销售量及增速 (千套, %)



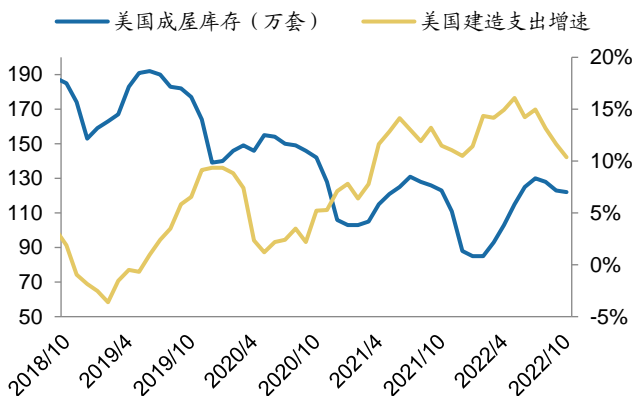
数据来源: wind, 美国商务部, 广发证券发展研究中心

图21: 美国月度成屋销售量及增速 (万套, %)



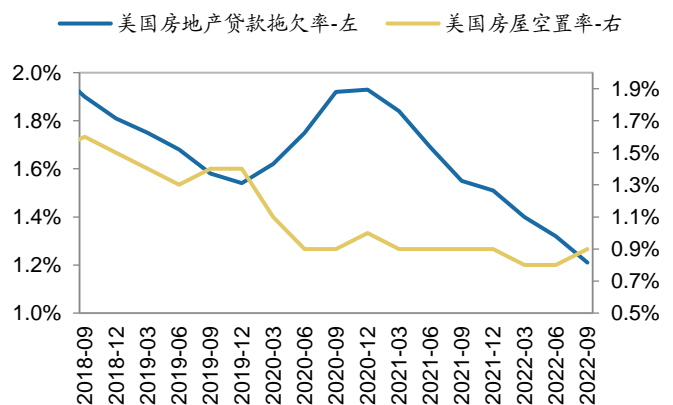
数据来源: wind, 全美地产经纪商协会, 广发证券发展研究中心

图22: 美国成屋库存及建造支出增速 (万套, %)



数据来源: wind, 全美地产经纪商协会, 广发证券发展研究中心

图23: 美国房地产带宽拖欠率与房屋空置率



数据来源: wind, 美国商务部, 美联储, 广发证券发展研究中心

宏观视角下，美国工具终端需求无需担忧。（1）宏观视角——美国建材及五金零售：2021年中至今，美国建材、园林设备和物料店零售增速长期维持在10%左右的销量中枢，波动可控；2021年中至今，美国五金店零售额增速持续增长，处于一阶导加速的状态。结合上述两个偏宏观指标，需求端韧性较强。（2）微观视角——劳氏和家得宝的业绩及库存：从劳氏和家得宝的季度销售额增速看，2021年中至今，收入增速保持在0至5%的区间，库存额在2021年中以后增长较为明显，边际上看，2022Q3劳氏的库存开始转向，家得宝的库存增速减缓。更具参考意义的指标是库存销售比，从美国零售商库存销售比看，2022年库存销售比仍保持在相对低位。对终端的景气度无需过度担忧。

图24: 美国建材、园林和物料零售额及增速(亿美元, %)

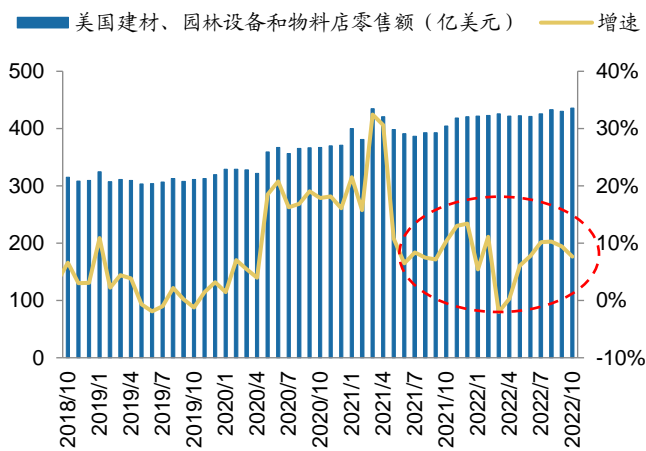
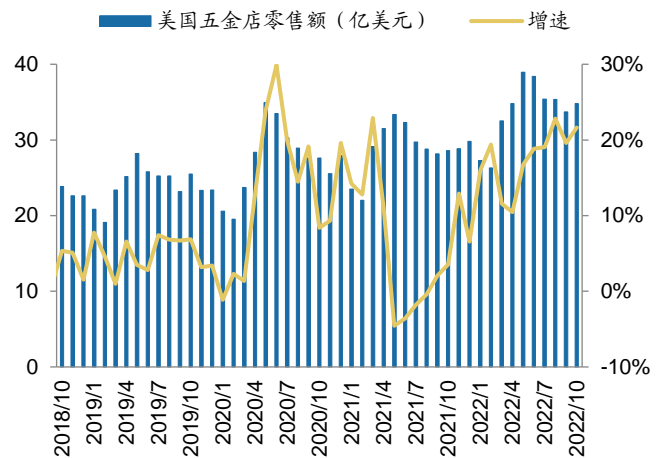


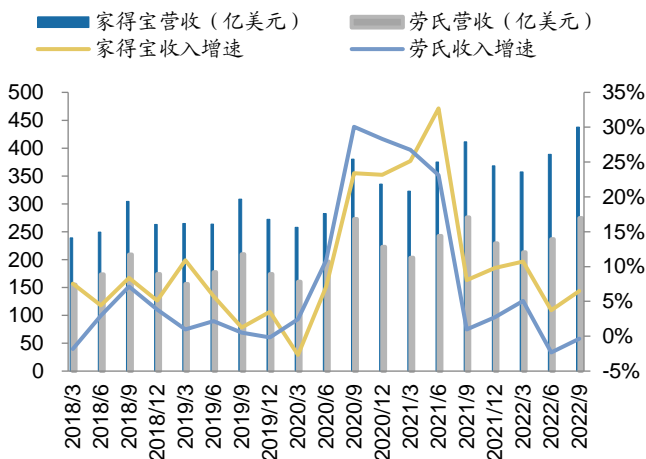
图25: 美国五金店零售额及增速(亿美元, %)



数据来源: wind, 美国商务部, 广发证券发展研究中心

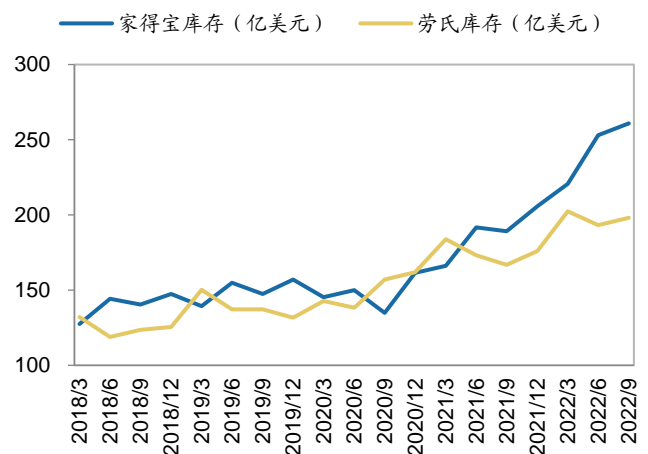
数据来源: wind, 美国商务部, 广发证券发展研究中心

图26: 劳氏与家得宝季度收入及增速(亿美元, %)



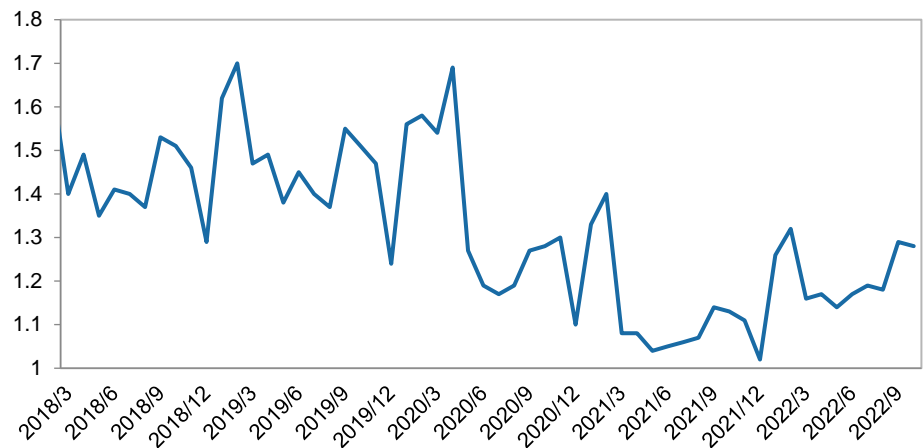
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图27: 家得宝与劳氏库存额(亿美元)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图28: 美国零售商库存销售比



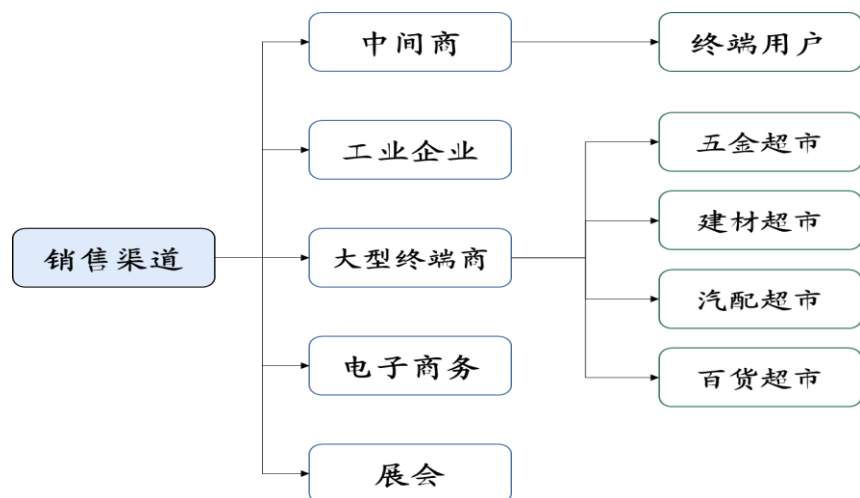
数据来源: wind, 美国商务部, 广发证券发展研究中心

(二) 巨星科技是国内工具龙头, 三重优势加码

1. 客户优势: 下游集中大型渠道商, 合作稳定

大客户合作稳定, 集中度稳中有降。欧美市场对于工具产品的需求主要来自五金、建材、汽配、百货等连锁超市。巨星科技已经成为包括劳氏 (LOWES)、家得宝 (HOMEDEPOT)、沃尔玛 (WAL-MART)、英国百安居 (B&Q)、英国翠丰 (KINGFISHER)、法国家乐福 (CARREFOUR)、加拿大加泰 (CTC) 等客户的最大供应商之一。公司下游最大客户为家得宝、劳氏等, 根据巨星科技年报, 2021年第一大客户销售收入占总销售额的21.3%; CR5占比为46.5%。近年公司客户收入集中度相对稳健, 最大客户占比保持在10%-20%区间, 对单一大客户的依赖更弱; 产品矩阵逐渐丰富后, CR5也呈稳重有降趋势。

图29: 巨星科技销售渠道



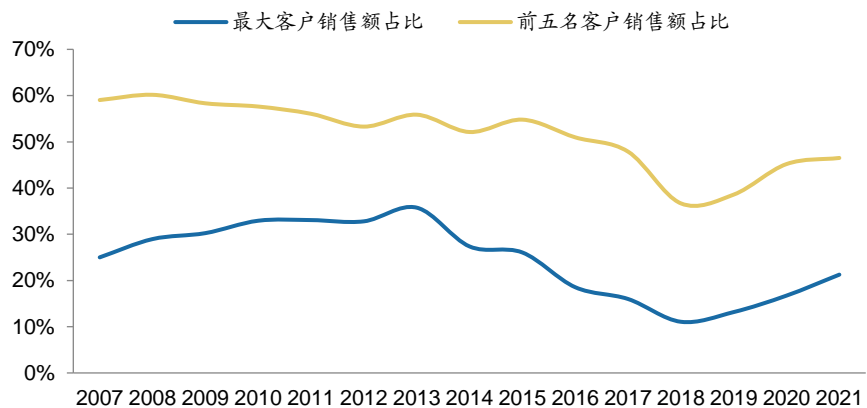
数据来源: 巨星科技招股说明书, 广发证券发展研究中心

表 3: 巨星科技近年前五大客户结构

年份	主要客户收入占比	前五大客户占比
2017	劳氏 (16.0%)、家得宝 (11.5%)、沃尔玛 (9.7%)、史丹利 (6.0%)、格耐克 (4.7%)	47.88%
2018	劳氏 (11.1%)、家得宝 (8.2%)、沃尔玛 (8.0%)、西尔斯 (5.7%)、史丹利 (3.8%)	36.69%
2019	家得宝 (13.2%)、沃尔玛 (10.3%)、劳氏 (9.0%)、史丹利 (3.1%)、翠丰 (3.1%)	38.58%
2020	A (16.7%)、B (12.3%)、C (11.1%)、D (2.9%)、E (2.1%)	45.19%
2021	A (21.3%)、B (10.9%)、C (9.9%)、D (2.3%)、E (2.2%)	46.51%

数据来源: 巨星科技招股说明书, 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 30: 巨星科技最大客户与前五大客户销售占比



数据来源: 巨星科技招股说明书, 公司年报, 广发证券发展研究中心

2. 供应链优势: 全球化布局, 持续并购整合, 品类逐渐完善

巨星科技是中国手工具龙头, 公司通过全球化并购布局叠加自建, 目前已经建立了全球化生产基地, 亚太是主产地。当前公司在全球拥有约 20 处生产基地, 其中 10 处位于国内, 3 处位于东南亚。从战略看, 公司全球布局会选取优质产业链公司进行并购, 升级为中国设计、东南亚制造、服务欧美的公司。

图 31: 巨星科技全球化生产制造基地



数据来源: 巨星科技官网, 广发证券发展研究中心

从公司产能布局看，国内10个生产基地位于江苏、浙江和广东；欧洲区四个生产基地位于德国、瑞士和意大利；美国基地位于新泽西、加州和宾州；东南亚基地位于泰国、柬埔寨和海防。欧洲和美国的生产基地主要通过并购获取，东南亚地区的生产基地主要是公司自建以降低成本。供应链端，公司与全球数千家供应商合作良好，确保供货和交付的及时性。

表 4：巨星科技海外产能布局

年份	基地地点	产能来源	主要产品种类
2017	美国新泽西	收购 ARROW	手动、电动钉枪及耗材
2018	德国汉堡、意大利贝加莫、瑞士厄伦	收购 LISTA	工业存储箱柜等
2019	美国加州	收购 Prime-Line	门窗五金、橱柜五金、家具五金、小五金配件等
2019	越南海防	越南一期基地自建投产	手工工具和激光器
2020	美国宾州	收购 shop-vac	干湿真空吸尘器及配件
2020	柬埔寨西港	柬埔寨一期基地自建投产	存储箱柜等
2021	德国北威	收购 BeA	气动钉枪及紧固件
2021	越南海防	越南二期基地自建投产	手工工具和激光器
2021	泰国罗勇	泰国基地自建投产	存储箱柜等

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

3.整合及产品优势

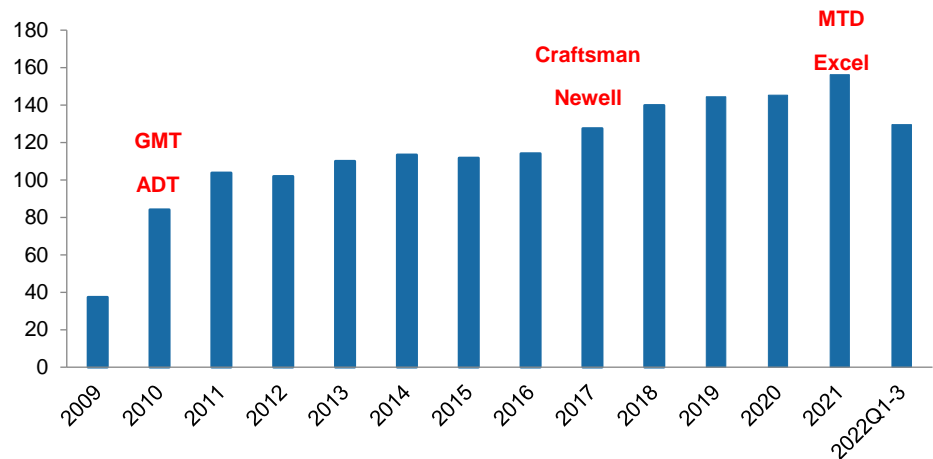
工具产品因细分SKU众多，适合通过收购以拓宽产品种类、增加营收规模。参照海外龙头的发展历程，头部企业史丹利百得进行广泛的收购和多产品整合，实现了营收稳健增长。巨星科技近年收购和并购较多，自身产品从手工具逐步拓展至电动工具、箱柜等，巨星科技现金流情况较为良好，2020年之前经营性现金流净额与净利润基本持平，为其并购提供良好基础。

表 5：史丹利百得 2010 年后的并购事件

年份	被收购公司	国家	主要业务
2010	GMT	中国	商用硬件制造商和分销商
2010	ADT France	法国	安全服务领先提供商，主要针对位于法国的商业企业
2011	Niscayah	瑞典	欧洲最大的门禁和监视解决方案提供商之一
2012	AeroScout	美国	为医疗保健和某些工业客户开发，制造和销售实时定位系统
2012	Powers Fasteners	美国	为商业建筑最终客户分销紧固产品
2017	Craftsman brand	美国	消费级工业产品生产
2017	Newell Tools	美国	工具业务，手工工具和电动工具附件品牌 Irwin 和 Lenox
2018	Contract Fire Systems Co	英国	安全系统服务提供商
2020	CAM	美国	航空工具制造商
2021	MTD	美国	户外动力设备制造商
2021	Excel	美国	户外电动设备制造商

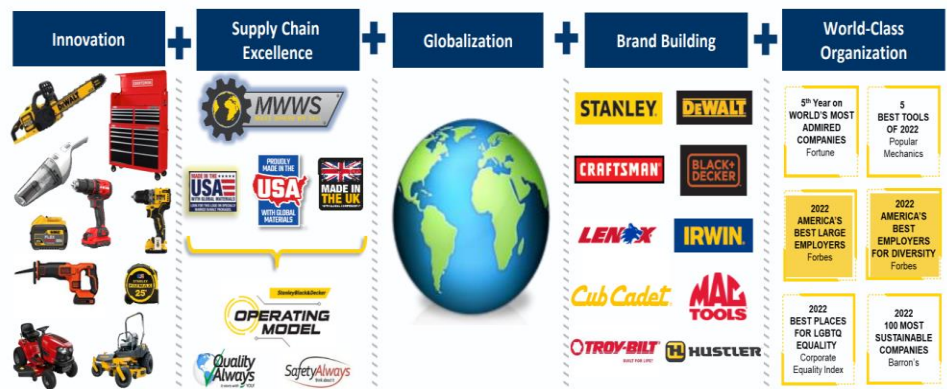
数据来源：Stanley 年报，广发证券发展研究中心

图32: 史丹利百得营收 (亿美元)



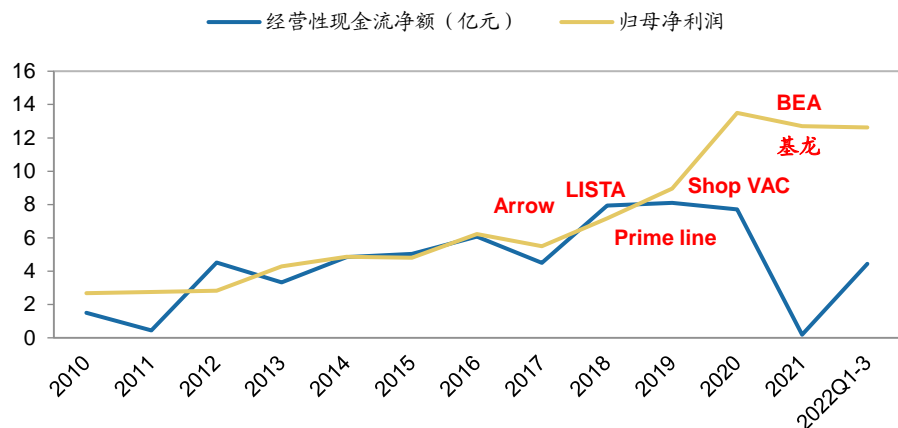
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图33: 史丹利百得的商业模式



数据来源: Stanley Presentation 2022, 广发证券发展研究中心

图34: 巨星科技经营性现金流净额与净利润 (亿元)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

（三）横向对比，巨星科技财务指标优良

选取史丹利百得、创科实业、泉峰控股作为巨星科技的可比公司，我们将几家公司的增长情况、盈利能力、运营能力等进行对比。从收入和利润增速端，巨星科技近年处于适中的位置，在2022年收入和利润增速优于可比公司；盈利能力端，与可比公司营收结构略有不同，巨星科技毛利率略低于可比公司，但费用率管控良好，公司净利率较为领先；营运能力端，公司的存货周转率优于可比公司，应收账款周转率位于行业中档。

图35：巨星科技与可比公司营收增速

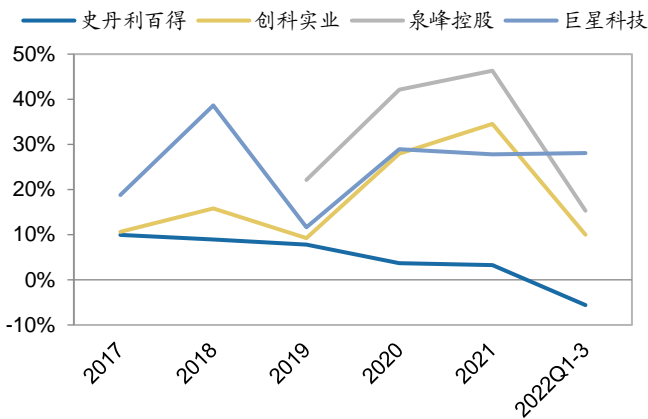
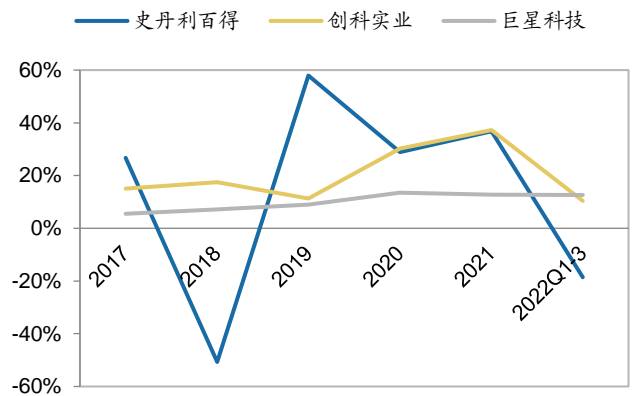


图36：巨星科技与可比公司净利润增速



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：创科实业、泉峰控股数据取至 2022H1

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：创科实业数据取至 2022H1

图37：巨星科技与可比公司毛利率

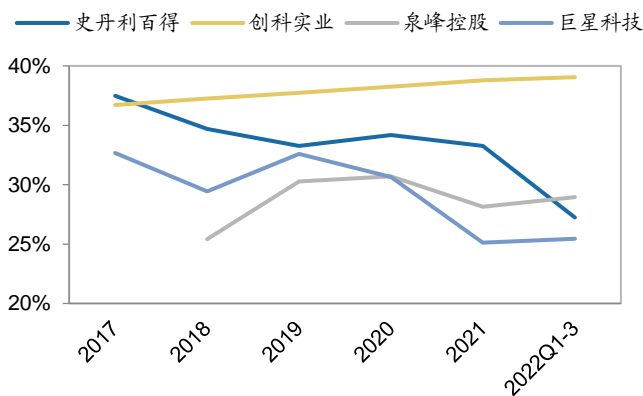
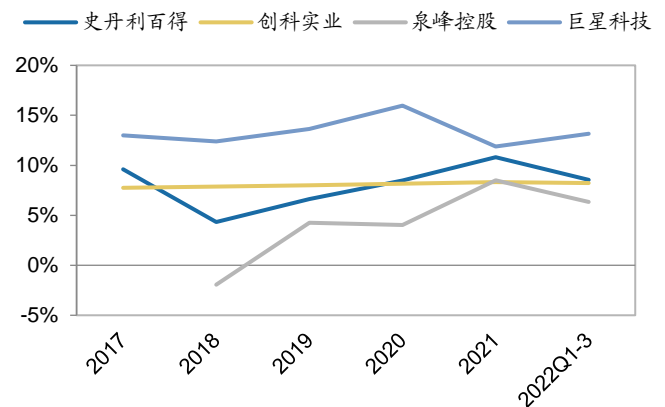


图38：巨星科技与可比公司净利率



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：创科实业、泉峰控股数据取至 2022H1

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：创科实业、泉峰控股数据取至 2022H1

图39: 巨星科技与可比公司存货周转率

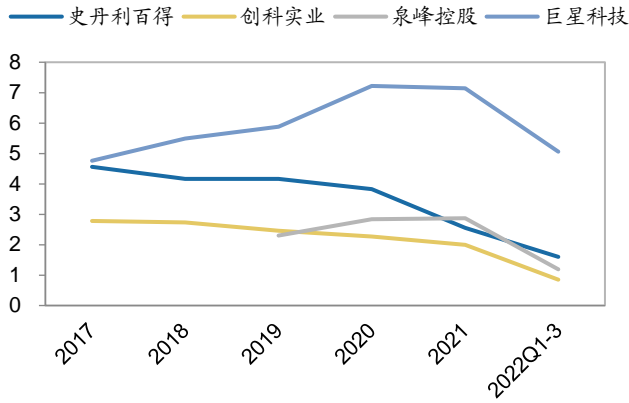
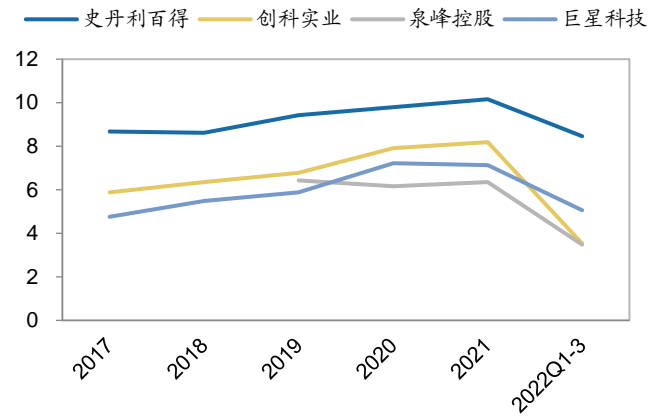


图40: 巨星科技与可比公司应收账款周转率



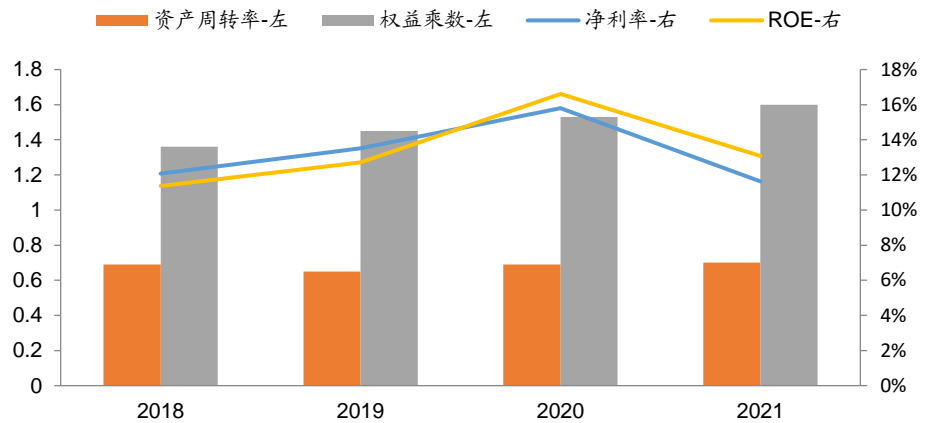
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 创科实业、泉峰控股数据取至 2022H1

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 创科实业、泉峰控股数据取至 2022H1

图41: 巨星科技ROE拆解



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

三、结合传统渠道优势，储能业务带来第二曲线

巨星科技2021年开始布局户储业务，目前有移动储能（POWER BANK）和家用储能（POWER STATION）两类产品。根据公司公告，移动储能产品在2021年已经开始销售，家用储能产品属于新品，且2022年9月公司获得了客户的采购订单，采购有效期为2年，每年采购额不少于2000万美元。订单将对公司储能业务带来积极影响，公司借助自身全球化的销售渠道和供应链，有望快速发展储能业务。

储能产品契合传统业务渠道，三重优势加持。公司的户用储能产品，仍将依托于商超等渠道，与劳氏、家得宝等在主业合作成熟。我们认为巨星科技在户储业务的优势体现在，**（1）成熟的渠道：**渠道决定了产品能够触达客户的能力。**（2）优秀的产品力：**公司传统业务在美国市场已经有知名度，产品力优秀，储能产品未来也会是代工和自有品牌并行的模式。**（3）MRO服务：**发展自有品牌，长期需要较大范围的MRO服务，公司在MRO领域有一定的优势。

产能端，公司在2022年设立全资孙公司，生产基地一期规划产能1Gwh家用储能及配套产品；公司在2022年11月继续扩大投资，将生产规模扩大至3Gwh。

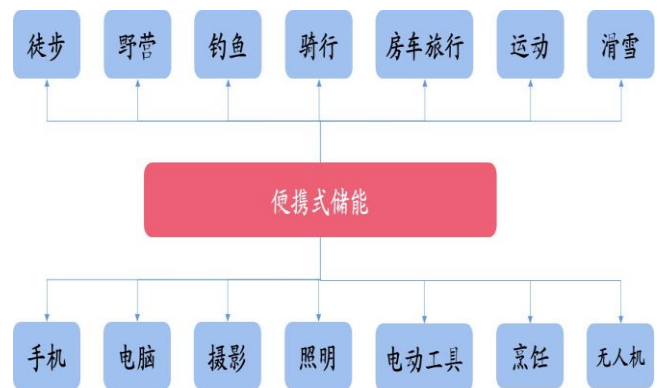
（一）便携式储能快速发展，海外市场高景气

便携储能产品与传统小型燃油发电机相比，具有安全便携、绿色环保、无噪音、操作简便等优点，能广泛替代小型燃油发电机。便携式储能用途较为广泛，包括户外运动、旅行等，也可以给各类电子设备及电动工具提供电能。根据中国化学与物理电源行业协会统计与预测，便携式储能发展在2021年开始提速。2021年全球便携式储能市场空间为110亿元，2025年将达636亿元，期间CAGR将达55%。便携式储能的主要生产地在中国，主要销售地在美国。

图42：便携式储能产品示意图



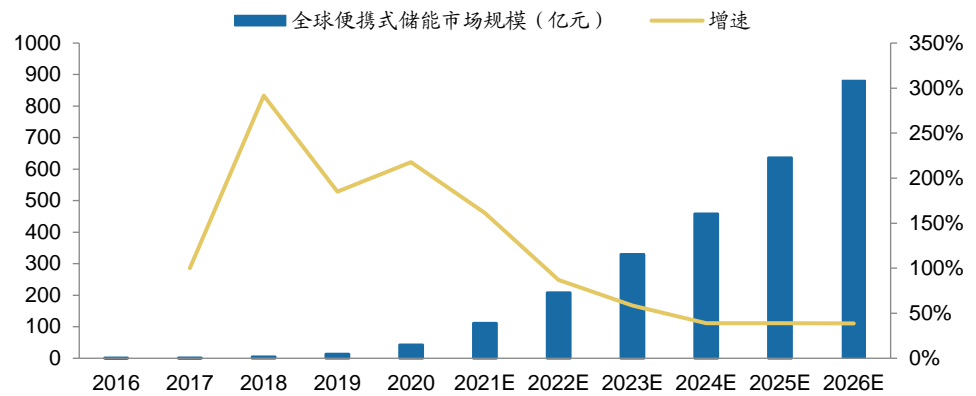
图43：便携式储能用途



数据来源：华宝新能招股说明书，广发证券发展研究中心

数据来源：华宝新能招股说明书，广发证券发展研究中心

图44: 全球便携式储能市场空间及增速 (亿元, %)



数据来源: 华宝新能招股说明书, 中国化学与物理电源行业协会, 广发证券发展研究中心

便携储能需求增长点: 海外国家户外活动的用电需求、家庭应急需求等。根据中国化学与物理电源行业协会的数据, 户外活动是便携储能产品的主要的应用场景, 2020年户外活动领域的应用场景占比达45.1%。
(1) 欧美户外活动需求: 国家户外活动普及率较高, 便携储能产品需求不断提升。根据户外网站Outdoor foundation调查统计, 全美每年参与过户外活动的人口常年维持在48%以上; 根据凯恩咨询年度调查报告, 2020年度美国有超过4800万户家庭参与过至少一次露营, 同比增长15%以上。
(2) 家庭应急场景需求: 根据中国化学与物理电源行业协会的报告数据, 2020年便携储能产品在应急用电领域的应用场景占比约为 42.2%, 而渗透率仅为3.0%, 可提升空间较大。根据中国化学与物理电源行业协会预测, 2026年应急用电领域便携式储能的渗透率有望到达20%。

图45: 美国户外露营的家庭数量及增速 (万户, %)

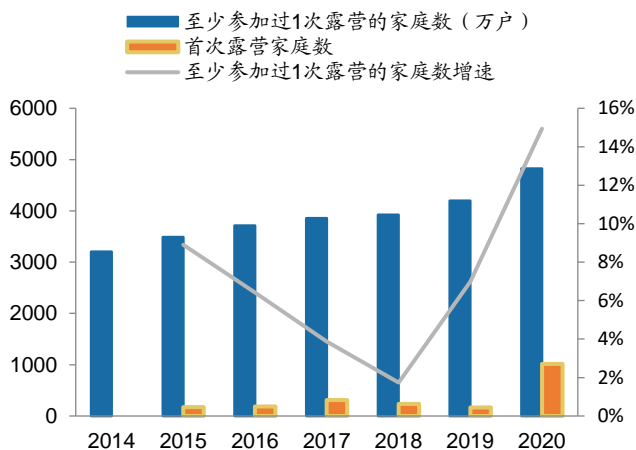
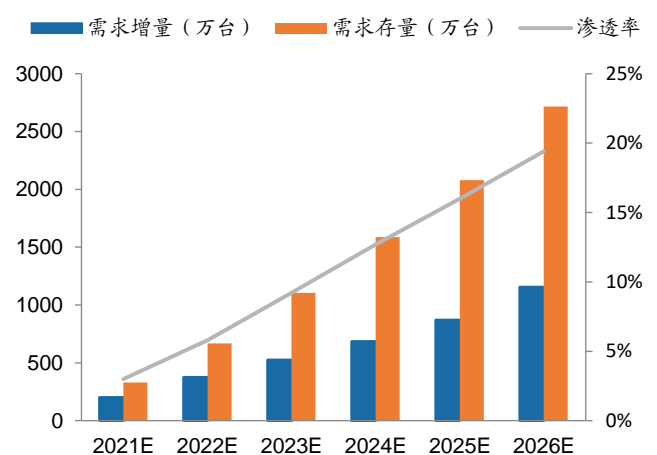


图46: 便携储能在应急用电领域的市场规模及渗透率预测 (万台, %)



数据来源: 华宝新能招股说明书, 凯恩咨询, 广发证券发展研究中心

数据来源: 华宝新能招股说明书, 中国化学物理电源行业协会, 广发证券发展研究中心

图47: 2020年全球便携式储能主要生产国家分布

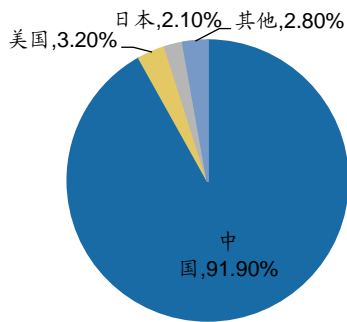
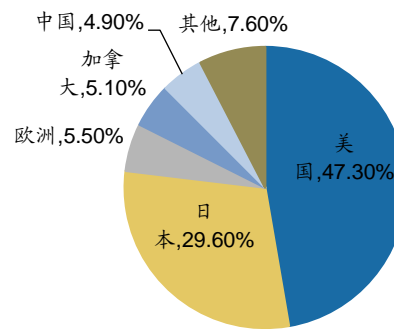


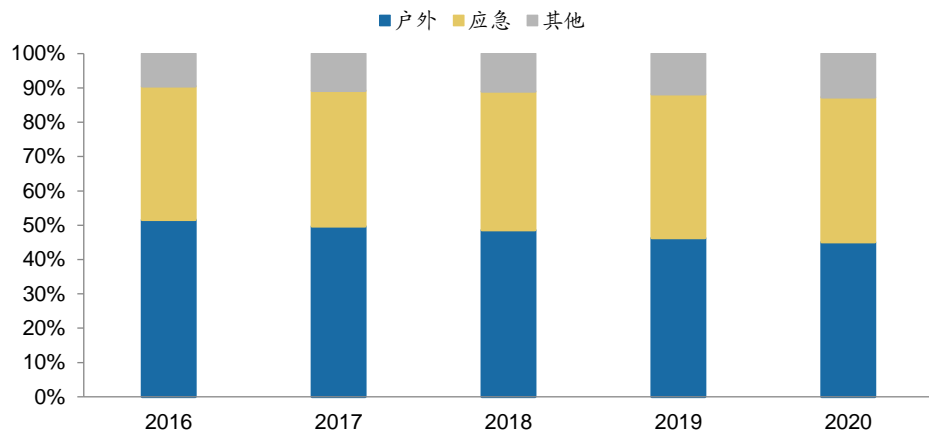
图48: 2020年全球便携式储能主要销售国家分布



数据来源: 中国化学物理电源行业协会, 广发证券发展研究中心

数据来源: 中国化学物理电源行业协会, 广发证券发展研究中心

图49: 便携式储能不同领域的应用占比



数据来源: 中国化学物理电源行业协会, 广发证券发展研究中心

便携储能性能优异, 可一定程度替代发电机。近年便携储能产品容量和功率逐步提升, 且有安全便携、无噪音、适配主流家用电器的优势, 在一些场景下正逐渐实现对小型燃油发电机的替代。

(1) 输出功率: 便携式储能最大功率约为3KW, 传统燃油发电机最大功率一般在2KW-8KW, 因此替代一般在中小功率范围。

(2) 电能容量: 便携式储能一般在100Kwh-3000Kwh, 传统燃油发电机可持续供电, 替代一般在中短放电领域。

(3) 使用及购买成本: 1000Wh的便携式储能购置成本约3000元, 不需要维护, 度电成本按居民用电电费计算约0.5元/kWh; 2KW传统燃油发电机单机购置成本约2000元, 后续使用和维护成本较高, 以柴油为例, 使用成本约0.7元/kWh。中长期看, 便携式储能的经济性可以体现。

表 6: 便携式储能与发电机参数对比

	便携式储能	传统燃油发电机
能源	电能	柴油、汽油
功率	1KW-3KW	2KW-8KW
体积和重量	重量较轻, 单人可搬运	重量重, 一般需要 2 人及以上配合搬运
使用方法	操作简单, 无须转换, 即插即用, 节省大量准备时间	接口较多, 操作复杂
发电质量	输出电网同等质量的正弦波交流电力	波纹抖动, 电能质量较差, 功率因数低
购买成本	1000Wh/3000 元	单机 2000 元左右
使用成本	充电, 读点成本约 0.5 元	柴油发电机组 1L 可发电 10Kwh, 度电成本约 0.7 元
维护成本	几乎不需要维护, 但电量会衰减	周期性维护, 成本较高
寿命	500 次完整循环后约 80% 的初始电量	可持续使用 10000 至 30000 小时
环境保护	无污染	油烟多, 污染本体及周边环境
噪音	无噪音	噪音大, 影响周边环境, 伤害作业人员

数据来源: 中国化学物理电源行业协会, 广发证券发展研究中心

(二) 欧美家用储能刚需属性凸显, 补贴促进长远发展

基础设施陈旧, 美国居民用电稳定性较差, 对家用储能产品有刚需。受能源转型及自然灾害、俄乌冲突等影响, 欧美的家庭户储已经逐渐成为刚需。以加州为例, 2018 年加州签署了 SB100 法案, 提出加州计划于 2045 年实现 100% 可再生能源供给, CAISO 管理着加州 80% 的电力。为了达成目标, 加州不断增加可再生能源装机容量, 还提前停运报废了一些核电和燃气机组。激进的可再生能源政策和不合理的能源配比影响了加州电网的可靠性。加州不断增加的光伏使电力净需求曲线为典型的“鸭子曲线”, 所以需要大量灵活的机组来维持实时电力供需平衡。加州在 2020 经历了轮流停电事故, 居民对用电稳定性的要求在提升。

图 50: 2020 年 CAISO 装机容量结构

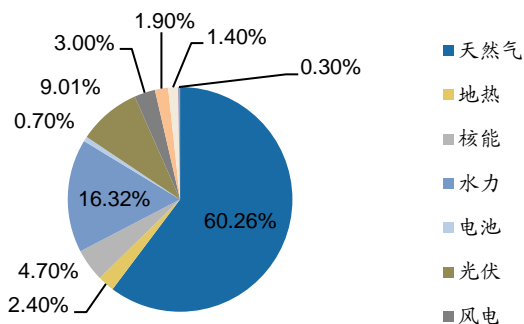
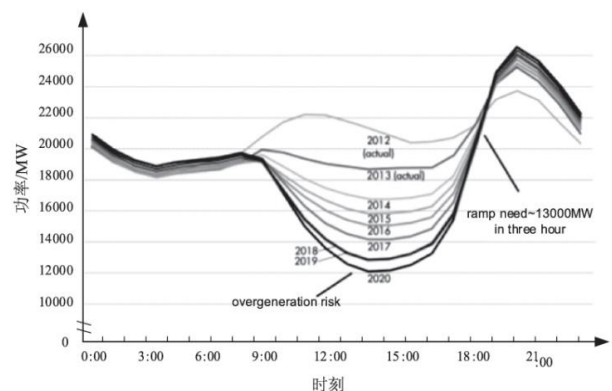


图 51: 加州电网净需求的“鸭子曲线”现象



数据来源: 电力系统自动化—《美国加州 2020 年轮流停电事故分析及对中国电网的启示》—胡秦然等, 广发证券发展研究中心

数据来源: 计算机仿真—《高比例光伏并网下火电机组爬坡压力缓解策略》—戴晖等, 广发证券发展研究中心

购置成本下降，补贴力度加大，家庭储能积极性提升。以加州为例，加州2001年开始启动自发电激励计划（SGIP），主要鼓励用户侧分布式发电。SGIP经历五轮补贴发放标准，最新法案将SGIP计划延长至2026年。SGIP计划的先进性在于几个方面：（1）分阶段补贴，避免“后补贴”影响积极性；（2）不限制补贴的技术类型，仅规定技术指标要求，确保技术成熟且项目稳定；（3）非一次性支付，建设完成给与50%补贴，其余补贴按每年运行效果进行支付；（4）补贴设上限，避免以巨额补贴为目的建设储能项目。

表 7：2017 版 SGIP 手册中五轮补贴发放标准（\$/Wh）

项目类型	第一轮	第二轮	第三轮	第四轮	第五轮
大型储能 (>10KW)	0.50	0.40	0.35	0.30	0.25
获得投资税收抵减补贴 大型储能 (>10KW)	0.36	0.29	0.25	0.22	0.18
家用储能 (≤10KW)	0.50	0.40	0.35	0.30	0.25

数据来源：分布式能源—《美国电化学储能产业政策分析及对我国储能产业发展的启示与建议》—王冰等，广发证券发展研究中心

表8：不同储能系统时长对应的补贴标准

时长 (h)	补贴标准 (基准补贴的百分比)
0-2	100%
2-4	50%
4-6	25%
>6	0

数据来源：储能科学与技术—《分布式储能发展的国际政策与市场规则分析》—宋安琪等，SGIP，广发证券发展研究中心

表9：不同储能容量对应的补贴标准

储能容量 (Kwh)	补贴标准 (基准补贴的百分比)
0-2	100%
2-4	50%
4-6	25%
>6	0

数据来源：储能科学与技术—《分布式储能发展的国际政策与市场规则分析》—宋安琪等，SGIP，广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

（一）盈利预测

公司主要业务包括手工具、动力工具、工业存储箱柜、激光测量仪器、户储产品。预计公司 22-24 年将实现营业收入 136.61/168.27/206.58 亿元，增速 25.1%/23.2%/22.8%；实现归母净利润 15.42/18.91/22.48 亿元，增速 21.4%/22.6%/18.9%。

（1）手工具：手工具是公司传统业务，较为成熟。公司主要销售地在美国和欧洲，手工具需求与成屋市场有一定相关性，预计未来将保持稳重有进的情况。公司 2021 年手工具实现收入 65.4 亿元，毛利率 27.9%。预计 22-24 年手工具产品收入同比增长 11%/9%/7%，随着原材料成本逐渐下行，预计毛利率将有所提升，未来三年毛利率预计为 30%/30%/30%。

（2）动力工具：动力工具产品包括钉枪、吸尘器等，公司创新研发 20V 锂电池平台，推出全品类动力工具产品。公司 2021 年动力工具实现收入 10.21 亿元，毛利率 21.8%。动力工具基数较低，新产品持续导入，预计 22-24 年收入同比增长 100%/50%/30%，预计毛利率将随着规模效应扩大有所提升，未来三年毛利率预计为 22%/24%/24%。

（3）存储箱柜：公司箱柜业务稳健发展，2021 年市场份额提升较快。欧洲 Lista 公司复苏，且公司 2021 年收购了基龙，成为排名靠前的存储箱柜制造商。2021 年箱柜实现收入 23.7 亿元，毛利率 17.4%。预计随着原材料价格缓解，海运费影响减弱，22-24 年收入同比增长 25%/20%/15%，预计毛利率为 18.0%/18.5%/19.0%。

（4）激光测量仪器：公司 2021 年激光工具新平台和新产品顺利交付，为客户多元化及业务增量奠定了基础；同时针对国内市场需求，激光事业部积极调整产品定位，稳步推进国内市场的布局。公司 2021 年激光测量仪器实现收入 8.89 亿元，毛利率 27%，受产品结构和关税影响略降。预计 22-24 年激光测量仪器营收增速为 30%/20%/15%，毛利率为 28%/29%/29%。

（5）户用储能业务：公司户储规划产能已经达 3Gwh，预计未来将成为较快增长点。随着公司 3GWh 的规划产能陆续投产，需求端因用电稳定性需求，户用储能产品的刚性需求进一步提升，且经济性进一步增强，与传统发电机的互补效应提升。预计 22-24 年户储业务收入为 1.5 亿元/8.0 亿元/24.0 亿元，毛利率为 30%/30%/30%。

表 10：巨星科技营收拆分（百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
手工具				
收入	6,541	7,261	7,914	8,468
增长率	14.3%	11.0%	9.0%	7.0%
成本	4,716	5,082	5,540	5,928
毛利率(%)	27.9%	30.0%	30.0%	30.0%
动力工具				
收入	1,021	2,042	3,063	3,982
增长率	454%	100%	50%	30%
成本	799	1,593	2,328	3,026

毛利率(%)	21.8%	22.0%	24.0%	24.0%
存储箱柜				
收入	2,371	2,964	3,557	4,090
增长率	152.4%	25.0%	20.0%	15.0%
成本	1,959	2,430	2,899	3,313
毛利率(%)	17.4%	18.0%	18.5%	19.0%
激光测量仪器				
收入	889	1,245	1,494	1,718
增长率	73.1%	30.0%	20.0%	15.0%
成本	648	896	1,061	1,220
毛利率(%)	27%	28%	29%	29%
户用储能				
收入	-	150	800	2400
增长率	-	-	433%	200%
成本	-	105	560	1680
毛利率(%)	-	30.0%	30.0%	30.0%
合计				
收入	10,920	13,661	16,827	20,658
增长率	27.8%	25.1%	23.2%	22.8%
成本	8,176	10,107	12,387	15,167
毛利率	25.1%	26.0%	26.4%	26.6%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

(二) 估值及投资建议

巨星科技是国内工具行业龙头企业, 公司具备完备的产品矩阵和优质且成熟的海外渠道, 近年自主品牌占比持续提升。同时公司有着优秀的整合并购能力, 逐步拓宽产品线, 未来动力工具和储能业务将为公司带来可观的增长。

可比公司方面, 公司主要可比公司包括OPE工具龙头泉峰控股、创科实业, 考虑储能板块, 可比公司可包括华宝新能、安克创新。我们认为巨星科技作为国内工具行业龙头, 需求端稳健, 盈利能力持续修复, 新业务将打开成长空间。未来有望保持稳健成长, 考虑需求端的弱周期性和成长性。维持合理价值26.40元/股, 对应2023年16.8倍PE, 给予公司“买入”评级。

表11: 巨星科技可比公司估值表 (截至2022年12月29日收盘)

公司名称	公司代码	业务类型	市值(亿元/ 亿HKD)	净利润(百万元)			PE估值水平		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
泉峰控股	02285.HK	OPE工具	207	1005	1098	1494	24.6	16.8	12.4
创科实业	00669.HK	OPE工具	1604	8574	9343	10758	33.2	17.2	14.9
华宝新能	301327.SZ	便携储能产品	180	279	381	732	-	47.4	24.7

安克创新	300866.SZ	智能移动周边产品	241	982	1190	1427	42.4	20.2	16.9
------	-----------	----------	-----	-----	------	------	------	------	------

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：盈利预测来自 Wind 一致预测。

五、风险提示

（一）海外需求不及预期的风险

公司主要收入来自手工具和动力工具，产品海外销售占比常年保持95%以上。若美国房地产市场及工具需求表现不及预期，可能影响公司主业的增長。

（二）储能产品渗透不及预期的风险

户用储能产品是公司未来的增长点之一，若海外户用储能渗透率提升不及预期，可能会影响户储产品销售增速。若公司户储产品的产能和渠道建设不及预期，可能会影响整体业绩的增長。

（三）汇率波动风险

公司主要收入来自海外，主要以美元进行结算。若汇率出现较大幅度波动，会影响公司的收入增速及毛利率。

（四）并购整合风险

公司所在的工具行业，头部公司及公司自身均依赖于外部并购发展，若公司未来收购的资产质量一般，会对主业的经营发展和盈利产生影响。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7,136	9,615	9,471	11,438	13,794
货币资金	3,751	4,034	4,142	4,920	5,836
应收及预付	1,352	1,883	2,103	2,590	3,180
存货	1,386	2,836	2,377	2,913	3,567
其他流动资产	647	863	848	1,014	1,211
非流动资产	6,542	7,692	8,235	8,837	9,541
长期股权投资	2,208	2,354	2,432	2,432	2,432
固定资产	1,348	1,495	1,838	2,251	2,748
在建工程	166	114	164	218	279
无形资产	608	671	793	927	1,074
其他长期资产	2,212	3,059	3,009	3,009	3,009
资产总计	13,678	17,307	17,706	20,275	23,336
流动负债	2,911	5,064	3,846	4,504	5,294
短期借款	1,015	1,807	1,026	1,129	1,241
应付及预收	1,193	1,692	1,689	2,070	2,535
其他流动负债	703	1,565	1,130	1,306	1,518
非流动负债	1,729	1,430	1,430	1,430	1,430
长期借款	510	1,015	1,015	1,015	1,015
应付债券	800	0	0	0	0
其他非流动负债	420	415	415	415	415
负债合计	4,640	6,494	5,276	5,934	6,725
股本	1,075	1,143	1,203	1,203	1,203
资本公积	2,095	2,925	2,925	2,925	2,925
留存收益	5,677	6,947	8,489	10,380	12,628
归属母公司股东权益	8,826	10,599	12,200	14,091	16,339
少数股东权益	211	214	230	249	272
负债和股东权益	13,678	17,307	17,706	20,275	23,336

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	771	19	1,583	1,479	1,723
净利润	1,364	1,297	1,558	1,910	2,271
折旧摊销	181	302	217	257	304
营运资金变动	-748	-1,398	-161	-604	-728
其它	-26	-183	-30	-84	-124
投资活动现金流	-399	-1,213	-621	-688	-800
资本支出	-621	-491	-680	-857	-1,007
投资变动	171	-846	-78	0	0
其他	52	124	137	168	207
筹资活动现金流	1,159	1,531	-854	-12	-7
银行借款	3,574	3,833	-781	103	113
股权融资	0	0	59	0	0
其他	-2,415	-2,302	-132	-115	-120
现金净增加额	1,603	271	108	779	916
期初现金余额	2,127	3,730	4,034	4,142	4,920
期末现金余额	3,730	4,001	4,142	4,920	5,836

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	29.0%	27.8%	25.1%	23.2%	22.8%
营业利润增长	44.6%	-8.9%	29.8%	22.7%	18.9%
归母净利润增长	50.8%	-5.9%	21.4%	22.6%	18.9%
获利能力					
毛利率	30.6%	25.1%	26.0%	26.4%	26.6%
净利率	16.0%	11.9%	11.4%	11.4%	11.0%
ROE	15.3%	12.0%	12.6%	13.4%	13.8%
ROIC	10.1%	6.9%	10.0%	11.0%	11.4%
偿债能力					
资产负债率	33.9%	37.5%	29.8%	29.3%	28.8%
净负债比率	51.3%	60.1%	42.4%	41.4%	40.5%
流动比率	2.45	1.90	2.46	2.54	2.61
速动比率	1.95	1.32	1.82	1.86	1.90
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.63	0.77	0.83	0.89
应收账款周转率	6.78	6.07	6.89	6.89	6.89
存货周转率	6.16	3.85	5.75	5.78	5.79
每股指标 (元)					
每股收益	1.26	1.11	1.28	1.57	1.87
每股经营现金流	1	0	1	1	1
每股净资产	8.21	9.27	10.15	11.72	13.59
估值比率					
P/E	24.78	27.47	14.93	12.18	10.24
P/B	3.79	3.29	1.89	1.63	1.41
EV/EBITDA	20.98	24.43	11.06	8.59	7.00

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8,544	10,920	13,661	16,827	20,658
营业成本	5,927	8,176	10,107	12,387	15,167
营业税金及附加	27	36	41	56	68
销售费用	458	593	779	976	1,239
管理费用	501	686	779	976	1,239
研发费用	245	310	383	471	620
财务费用	114	65	-41	-1	-21
资产减值损失	-93	-23	24	29	35
公允价值变动收益	32	-24	0	0	0
投资净收益	297	370	137	168	207
营业利润	1,512	1,378	1,788	2,194	2,608
营业外收支	52	81	2	2	2
利润总额	1,564	1,459	1,790	2,196	2,610
所得税	200	161	233	285	339
净利润	1,364	1,297	1,558	1,910	2,271
少数股东损益	14	27	16	19	23
归属母公司净利润	1,350	1,270	1,542	1,891	2,248
EBITDA	1,549	1,405	1,951	2,432	2,870
EPS (元)	1.26	1.11	1.28	1.57	1.87

广发机械行业研究小组

- 代川：首席分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 孙柏阳：资深分析师，南京大学金融工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱宇航：资深分析师，上海交通大学机械电子工程硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 范方舟：高级分析师，中国人民大学国际商务硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 王宁：高级研究员，北京大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 石城：高级研究员，上海交通大学船舶与海洋工程硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 汪家豪：高级研究员，美国约翰霍普金斯大学金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 蒲明琪：研究员，纽约大学计量金融硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 姚佳：研究员，北京大学环境科学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。