

## 创科实业 (00669.HK)

### 产品渠道构筑核心竞争优势，动力工具龙头长期稳健增长

公司是全球领先的电动工具及 OPE 制造商，产品矩阵完善，品牌认可度高，渠道粘性明显，历史业绩增长稳健。公司长期布局锂电，围绕三项核心技术打造生态电池系统，产品竞争力不断提升，持续迭代新品并把握专业级/工业级赛道的增长空间，高盈利产品拉动盈利能力稳步增长，有望实现收入利润双增。我们预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 11.4/12.8/15.1 亿美元，同比增长 4.1%/12.0%/17.9%，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

- 创科实业：全球领先的电动工具及 OPE 制造商。**公司自电动工具代工业务起家，通过多次并购实现业务 OEM-ODM-OBM 的转型，1999 年-2007 年 OBM 占比从不足 28% 提升至 86%。同时搭建完善的品牌矩阵，引领锂电发展。目前已经构筑具备两大业务线、13 大自主品牌的全方位产品矩阵。产能布局遍布全球，管理层与员工构成多元，OPEX 精益管理叠加技术革新促进新品毛利率稳步提升，实现连续 14 年营收稳健增长。据华经产业研究院统计，2020 年创科实业市场份额约为 12.6%，居全球第二位。截至 2021 年，公司实现总营收 132.03 亿美元，同比增长 34.6%，归母净利润 10.99 亿美元，同比增长 37.25%，毛利率 38.8%，同比增长 0.54pct。
- 电动工具市场稳步增长，专业级/工业级赛道前景可期，公司乘势而起。**2020 年电动工具市场规模约为 291 亿美元，其中专业级/工业级 2022-2025 年 CAGR 达 6.1%（消费级 5.3%），电动工具市场下游应用场景众多，专业级/工业级赛道前景广阔。公司立足专业级拳头品牌（Milwaukee），产品优势明显，品牌认可度高，同时与家得宝渠道双向赋能，预计仍可保持较高增速，为公司贡献持续增长驱动力。
- 立足两大核心品牌，品牌+产品+渠道构筑核心竞争力。**品牌端：公司拥有全球第一专业工具品牌 Milwaukee 与全球第一 DIY 工具品牌 Ryobi，品牌认可度高，立足核心品牌完善品牌矩阵，全面覆盖全球消费级/专业级/工业级市场；产品端：POWERSTATE™ 无刷马达、REDLINK PLUS™ 智能红联接系统、REDLITHIUM™-ION 红锂电池技术三大技术打造产品护城河，围绕锂电技术打造两大品牌 12 大电池生态系统，技术革新推动产品更新迭代，提升品牌价值；渠道端：深度绑定家得宝（营收占比 47.5%），提升 Pro 产品份额，上游下游积极合作其他经销商，搭建完善渠道网络。三项综合体现核心竞争力，构筑坚实壁垒。
- 盈利预测与投资建议。**公司为电动工具及电动 OPE 龙头，产品矩阵完善，核心品牌效能突出，线下渠道优势明显，同时凭借锂电产品的研发更新及渠道拓展进一步巩固龙头地位。我们预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 11.4/12.8/15.1 亿美元，同比增长 4.1%/12.0%/17.9%，1 月 20 日股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 20.1/17.9/15.2X，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示：海外需求不及预期，新品研发销售不及预期，市场竞争加剧。**

## 强烈推荐 (首次)

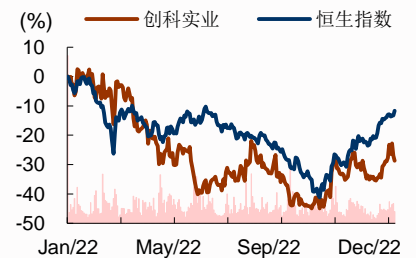
消费品/轻工纺服  
 目标估值：NA  
 当前股价：96.25 港元

### 基础数据

总股本 (万股)	183470
香港股 (万股)	183470
总市值 (亿港元)	1766
香港股市值 (亿港元)	1766
每股净资产 (港元)	21.6
ROE (TTM)	22.8
资产负债率	62.6%
主要股东	Sunning Inc.
主要股东持股比例	9.76%

### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	14	-27
相对表现	-3	9	-16



资料来源：公司数据、招商证券

### 相关报告

赵中平 S1090521080001  
 zhaozhongping@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万美	9823	13216	13696	15153	17447
同比增长	28%	35%	4%	11%	15%
营业利润(百万美元)	868	1192	1285	1439	1673
同比增长	29%	37%	8%	12%	16%
归母净利润(百万美	801	1099	1144	1281	1510
同比增长	30%	37%	4.1%	12.0%	17.9%
每股收益(美元)	0.44	0.60	0.62	0.70	0.82
PE	28.6	20.9	20.1	17.9	15.2
PB	5.9	4.9	3.9	3.4	2.9

资料来源：公司数据、招商证券

## 正文目录

一、创科实业：全球动力工具龙头企业	6
1、发展历程：深耕电动工具近四十年，多次收购打造领域龙头	6
2、业务布局：以电动工具为业务核心，多品牌形成完善产品矩阵	8
3、公司治理：股权结构稳定，管理层行业经验丰富	9
二、电动工具市场稳步增长，工业级/专业级赛道空间更广	11
1、行业概览：动力工具市场稳定增长，无刷化无绳化趋势明显	11
2、技术变革叠加政策导向，电动工具锂电化加速	13
(1) 技术发展驱动变革，开启锂电浪潮	13
(2) 环保政策严限燃油，加速产品替代	14
(3) 锂电池国产替代加速，上游降本利好品牌制造企业	14
3、下游应用场景众多，PRO 赛道增长空间广	16
三、竞争优势：品牌+产品+渠道三合一，构筑龙头优势	18
1、品牌端：品牌矩阵完善，核心品牌增长可期	18
2、产品端：横纵向扩充产品类别，前瞻布局锂电类电动工具	23
(1) 立足优势产品扩充产品类别，进军其他细分领域	23
(2) 前瞻布局锂电类电动工具，发展电池平台构建系统生态	24
3、渠道端：深度绑定家得宝，积极拓展线上线下销售渠道	28
四、盈利预测与投资建议	30
五、风险提示	31

## 图表目录

图 1：创科实业发展历程	7
图 2：创科实业 2003-2021 营业总收入	7
图 3：创科实业 2003-2021 归母净利润	7
图 4：创科实业 2003-2022H1 毛利率&净利率	7
图 5：创科实业 2003-2022H1 存货&应收账款周转率	7
图 6：创科实业去库存进入尾声	8
图 7：创科实业 OPEX 系统	8
图 8：创科实业全球员工分布	8

图 9: 创科实业全球生产网络	8
图 10: 分产品营收拆分	8
图 11: 创科实业两大业务 13 大品牌	9
图 12: 公司股权结构稳定	9
图 13: 工具行业分类布局	11
图 14: 动力工具市场规模	11
图 15: 电动工具及其他动力工具市场规模	12
图 16: 无绳/有绳电动工具市场规模	12
图 17: 全球无刷电机行业市场规模预测	12
图 18: 我国无刷电机行业市场规模预测	12
图 19: 电动工具行业竞争格局 (2020 年)	13
图 20: 创科实业与史丹利百得毛利率对比	13
图 21: 创科实业与史丹利百得 ROE 对比	13
图 22: 创科实业与史丹利百得营运能力对比	13
图 23: 创科实业 MX FUEL™ REDLITHIUM™ 红锂电池组	14
图 24: 无绳类电动工具锂电化渗透率提升	14
图 25: 2020 年全球主要电动工具电池企业竞争格局	15
图 26: 天鹏电源与 SDI 产品价格对比	15
图 27: 电动工具产业链	15
图 28: 电动工具成本结构	16
图 29: 创科实业 Lithium+ 电池	16
图 30: 全球电动工具市场区域划分 (单位: %)	16
图 31: 全球 OPE 市场区域划分 (单位: %)	16
图 32: 电动工具下游应用	17
图 33: 创科实业营收与美国房价指数	17
图 34: 电动工具以专业级/工业级为主导	17
图 35: 创科实业品牌并购历程	18
图 36: 创科实业品牌覆盖不同消费群体	19
图 37: 创科实业品牌矩阵	20
图 38: Milwaukee 品牌发展历史	21
图 39: Ryobi 品牌发展历史	22
图 40: Best Tools2022 投票结果	22

图 41: Best Cordless Power Tools 2022 投票结果 .....	22
图 42: Consumer Reports 及 Link Reviews 评分 .....	22
图 43: Milwaukee 产品矩阵 .....	23
图 44: Ryobi 产品矩阵 .....	24
图 45: Milwaukee 锂电化历程 .....	25
图 46: POWERSTATE™ 无刷马达 .....	25
图 47: REDLINK PLUS™ 增强型智能红联接系统 .....	25
图 48: MX FUEL™ REDLITHIUM™ 红锂电池组 .....	26
图 49: 公司专利数量达 362 个 .....	26
图 50: Milwaukee 六大系统 .....	26
图 51: Ryobi 六大系统 .....	27
图 52: 公司研发费用率高于平均水平 .....	28
图 53: 通过 LDP 人才引进人数逐年增加 .....	28
图 54: 家得宝与劳氏营业收入对比 .....	28
图 55: 美国电动工具市场格局 .....	28
图 56: 公司前五大客户与最大客户营收占比 .....	29
图 57: 家得宝工具业务营收增速高于总增速 .....	29
图 58: Milwaukee 入驻 27 家经销商线上平台 .....	30
图 59: Empire 入驻 14 家经销商线上平台 .....	30
表 1: 管理层技术行业经验丰富 .....	10
表 2: 核心管理层薪酬与持股情况 .....	10
表 3: 有刷电机与无刷电机对比 .....	12
表 4: 电池性能比较 .....	13
表 5: 全球出台禁用燃油产品相关政策 .....	14
表 6: 主要锂电池供应商客户 .....	15
表 7: 电动工具工业级/专业级/消费级分类 .....	17
表 8: 美国前两名家居装饰零售商对比 .....	28
表 9: 创科实业收入拆分 .....	31
表 10: 可比公司估值比较 .....	31
附: 财务预测表 .....	32

## 一、创科实业：全球动力工具龙头企业

### 1、发展历程：深耕电动工具近四十年，多次收购打造领域龙头

创科实业是全球领先的电动工具供应商，深耕电动工具近四十年。公司以电动工具的代工业务起家，通过多次并购实现业务 OEM-ODM-OBM 的转型，搭建完善的品牌矩阵。目前公司业务包括电动工具业务与地板护理及清洁业务，其中占主导地位的电动工具业务又可进一步分为电动工具、配件、手动工具及储物工具业务与户外园艺工具业务(OPE)，包括链锯、割草机等应用于家居、建筑和基建项目的一系列产品；地板护理及清洁业务则包括直立式吸尘器、尘罐式吸尘机等产品。两大业务涵盖品牌 13 个，覆盖亚洲、北美、欧洲、澳洲、中东等全球市场，面向消费级与专业级等各类消费群体。2003 年至今，公司除 2007-2009 年因外币兑换因素及金融危机营收减少以外，连续 18 年保持营收稳步增长，2021 年公司的全球销售额取得破纪录的 132.03 亿美元，同比增长 34.6%，归母净利润实现 10.99 亿美元，同比增长 37.25%，业绩远超市场表现。同时得益于公司不断对产品进行迭代推新，2021 年毛利率达 38.8%，同比增长 0.54pct，盈利能力不断提升。

近四十年历史中，公司的发展历程可主要分为以下四个阶段：

**1985-1998 年，OEM 业务起家，逐步拓展客户渠道。**1985 年，从事贸易业务的 Horst Julius Pudwill 与钟志平抓住欧美品牌向中国等国家转移制造业务的代工业务的热潮，成立创科实业 (TTI)，生产手工工具电池组起家。TTI 最初为美国 Sears Roebuck & Co., S 旗下的知名品牌 Craftman 生产电钻等电动工具，年出货量达 100 万部，积累了一定的生产经验。1988 年，日本 Ryobi 公司入股 20% 与创科实业达成合作，通过与 Ryobi 的合作，创科实业生产质量与生产技术得到大幅提高，吸引 Bissell、Royal 等一众品牌，逐步打开客户渠道，为后续的收购扩张奠定基础。公司于 1990 年在香港联交所成功上市。

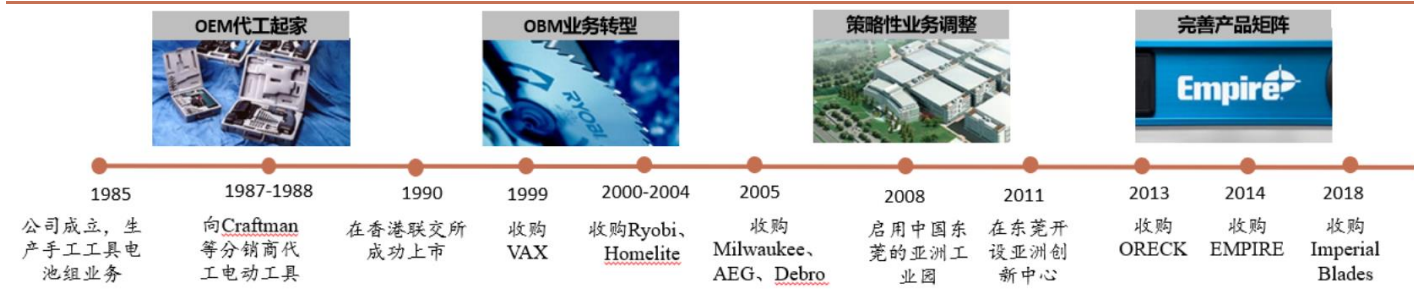
**1999-2007 年，多次收购实现快速扩张，转型 OBM 业务。**90 年代初，公司认识到代工业务竞争激烈，仅依靠 OEM 发展具有局限性，因此决定通过收购实现业务转型，构建自有品牌矩阵。1999-2000 年，公司先后收购英国吸尘器品牌 VAX 的地板护理业务与 Ryobi 公司北美电动工具及户外园艺电动工具业务，开启地板护理与电动工具两大 OBM 业务；2001 年公司的 Ryobi 品牌与 Home Depot 达成合作，大幅拓宽销售渠道，打开北美市场；2001-2002 年，先后收购了 Ryobi 在欧洲、澳洲以及新西兰的电动工具及园艺工具业务，以及户外产品品牌 Homelite，动力工具业务的销售市场与产品布局都得到进一步扩张。2003-2007 年先后收购 Royal、Dirt Devil、Hoover 等品牌的地板护理品牌及业务，Milwaukee、AEG、Debro、Stiletto 的动力工具业务，进一步拓展业务布局，完善品牌矩阵。1999 年-2007 年创科实业 OBM 占比从不足 28% 提升至 86%，完成从 OEM/ODM 向 OBM 的转型。2003-2007 年，公司营业收入 CAGR 达 13.46%，归母净利润 CAGR 达 12.28%；2007-2009 年营业收入 CAGR 达 1.39%，归母净利润由于 2007 年基数小，达 56%；

**2007-2011 年，策略调整实现品牌协同，领先布局无绳类电动工具。**2007 年 8 月，由于次贷危机的外部冲击与多次并购的内部冗余，公司进行为期三年的战略重整，关闭收购品牌的部分制造工厂，产能向低成本地区迁移，推动旗下品牌区域扩张。2008-2011 年，公司关闭北美的两间 Milwaukee 厂房，启用位于中国东莞的亚洲工业园，并设立亚洲创新中心，充分发挥不同品牌的战略协同作用，实现降本增效。且公司于 2008 年前瞻性地将电动工具业务由有线模式转为无线模式，领先布局无绳类电动工具，且不断进行无绳类电动工具各方面的创新，包括无刷电机、锂电池、控制系统等，2021 年创科实业电动工具品牌 Milwaukee 和 Ryobi 的无绳产品比例为 90%，无绳类电动工具市场份额在全球位居第一。

**2011 年至今，持续完善产品矩阵，打造全球化生产网络。**随着公司电动工具、地板护理两大业务线不断拓展，公司一方面通过收购继续完善产品矩阵，公司于 2013 年收购 Oreck 品牌，进军商业清洁领域系统；2014 年收购 Empire 水平尺、绘图及计量工具品牌及业务，供应广泛的创新测绘应用产品；2018 年收购 Imperial Blades，扩展电动工具配件产品系列。公司通过在更为细分领域的收购构筑完整的产品体系，实现产品的规模效应与协同作用，打造电动工具与地板护理生产巨头。另一方面，公司通过全球分散化生产布局，贴近终端市场，提高整体抗风险能力，降低生产成本。2018 年起，为应对全球贸易风险的不确定性，公司加强了在越南、墨西哥、欧洲等地的产能建设，并将中国建设为产能生产核心，其产能 72% 在中国，9% 在越南，19% 在欧美地区。2021 年创科实业总员工 5.2 万人，其中亚

洲地区员工人数约 3.0 万人，占比将近 60%，全球布局的生产网络大幅提高业务营运灵活性。2011-2021 年十年间，公司保持良好增长势头，营业收入 CAGR13.65%，同时得益于坚持提高毛利率，全球化布局降本增效，归母净利润 CAGR 达 21.97%，且增幅稳定在 10%以上。公司持续改善营运能力，采用 OPEX 系统制定绩效目标，量化生产力及质量改善成果，减少不必要的成本开支，公司存货周转率和应收账款周转率不断提高，营运能力持续增强。

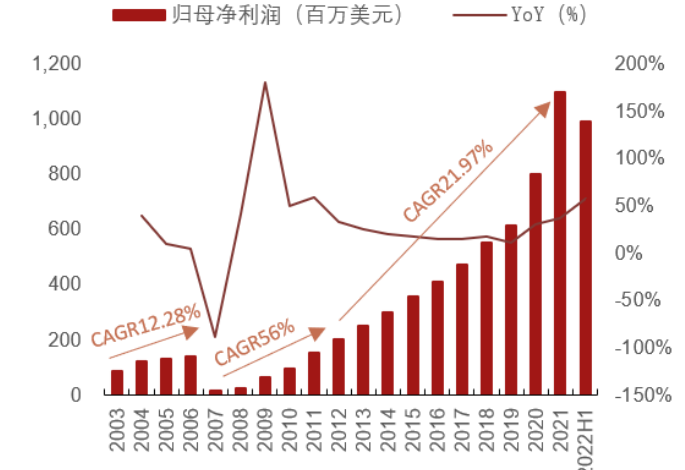
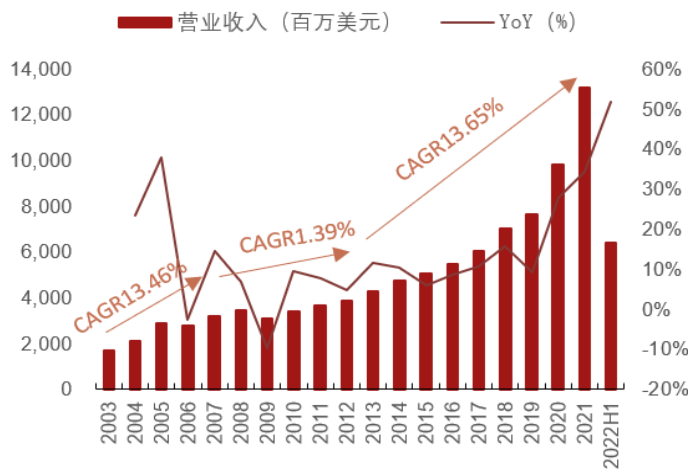
图 1：创科实业发展历程



资料来源：公司官网、公司公告、招商证券

图 2：创科实业 2003-2021 营业总收入

图 3：创科实业 2003-2021 归母净利润

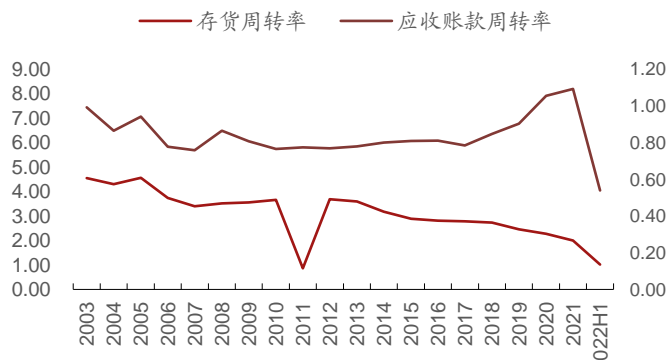
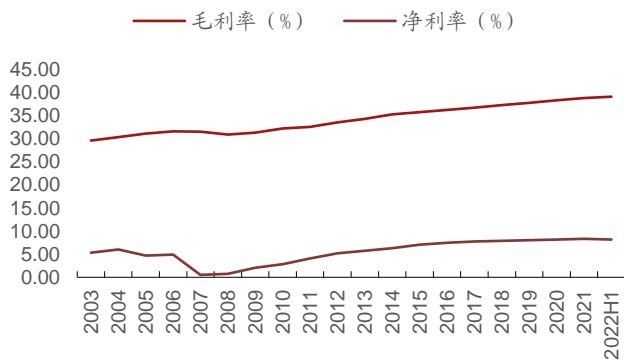


资料来源：Wind、招商证券

资料来源：Wind、招商证券

图 4：创科实业 2003-2022H1 毛利率&净利率

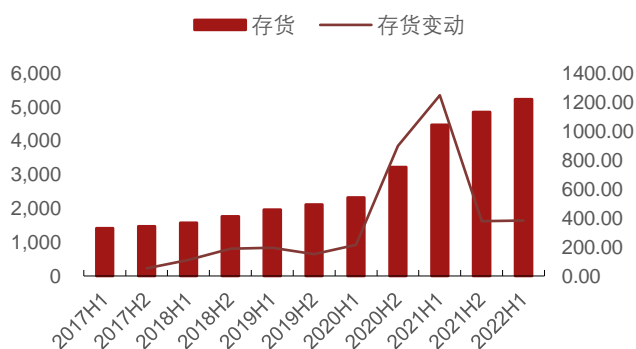
图 5：创科实业 2003-2022H1 存货&应收账款周转率



资料来源：Wind、招商证券

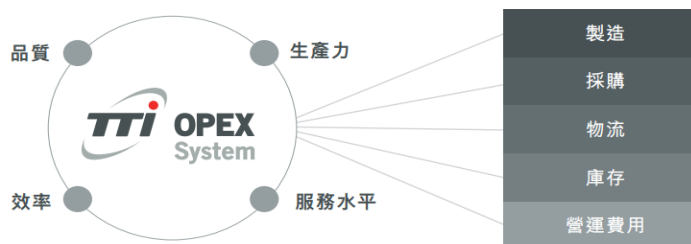
资料来源：Wind、招商证券

图 6: 创科实业去库存进入尾声



资料来源: Wind、招商证券

图 7: 创科实业 OPEX 系统



资料来源: 公司公告、招商证券

图 8: 创科实业全球员工分布



资料来源: 公司可持续发展报告、招商证券

图 9: 创科实业全球生产网络

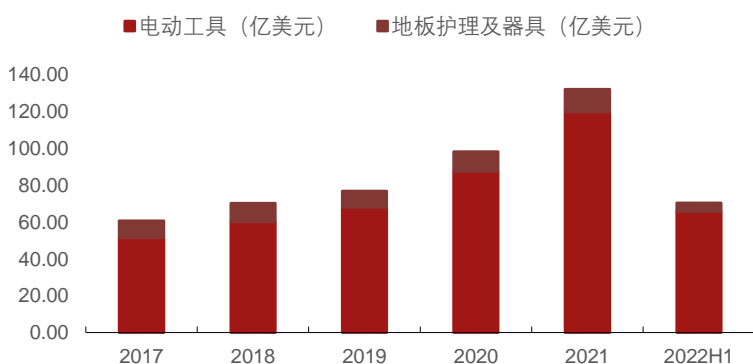


资料来源: 公司公告、招商证券

## 2、业务布局: 以电动工具为业务核心, 多品牌形成完善产品矩阵

立足电动工具业务核心, 产品全方位覆盖不同消费群体。公司两大业务板块电动工具、地板护理与清洁中, 电动工具为业务核心, 连续五年营收占比超 80%, 2021 年总营收为 132 亿美元, 其中电动工具营业收入占比达 90.6%, 销售额同比提升 37%至 119.61 亿美元。公司立足两大电动工具拳头品牌 Milwaukee (全球第一专业工具品牌) 与 Ryobi (全球第一 DIY 工具品牌), 不断扩充两大品牌的产品类别, 截止目前公司电动工具业务包括户外电动工具、电动工具配件、储存工具、个人安全装备、机械式手动工具, 且配有兼容性充电式产品平台与电池系统, 成为电动工具市场的引领者。

图 10: 分产品营收拆分



资料来源: Wind、招商证券

公司也通过多次并购扩充自有品牌,搭建了完善的产品矩阵,实现全球市场、多层次客户群、工业级与消费级三个维度全面覆盖。截至目前,公司电动工具业务拥有 Milwaukee、Ryobi、AEG、Homelite、Empire、Imperial Blades、Stiletto、Kango、Hart 九大品牌,地板清洁与护理业务拥有 Hoover、Oreck、Vax、Dirt Devil 四大品牌,形成两大业务线十三大品牌的产品矩阵。其中, Milwaukee 为电动工具专业级业务核心品牌, Ryobi 为电动工具消费级业务核心品牌, Hoover 为地板清洁与护理业务核心品牌,三大品牌拉动公司营收稳健增长,其他品牌在手动工具、工具配件、测绘工具等各个细分领域具备专长之处,为核心品牌的新品研发与产品迭代提供技术参考与生产经验,且填补核心品牌在不同层次客户群中的空白,与三大核心品牌优势互补,形成全方位覆盖的产品矩阵。

图 11: 创科实业两大业务 13 大品牌

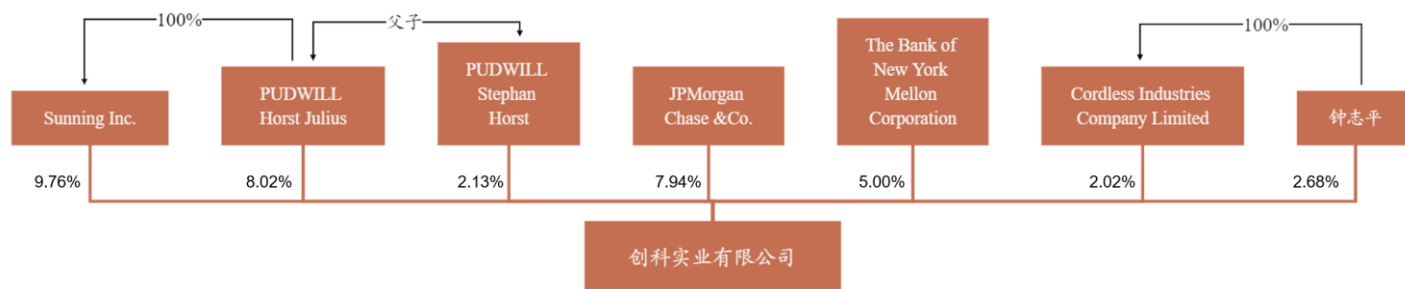


资料来源: 公司官网、公司公告、招商证券

### 3、公司治理: 股权结构稳定, 管理层行业经验丰富

股权结构较为分散, 股权结构合理且稳定。截至 2022 年 6 月, 创始人之一 Horst Julius Pudwill 直接持有公司 8.02% 的股权, 并通过控股 Sunning Inc. (100%) 持有公司 9.76% 的股权, 合计持股 17.78%, 为公司大股东, 另一位创始人钟志平直接持有公司 2.68% 的股权, 并通过 Cordless Industries Company Limited (2.02%) 间接持有公司 2.02% 的股权, 合计持股 4.7%。其他持股股东包括 JPMorgan Chase&Co. (7.94%)、The Bank of New York Mellon Corporation (5.00%)、Stephan Horst Pudwill (创始人 Horst Julius Pudwill 之子, 2.13%)。公司股权结构较为分散, 公司两位创始人对公司起到实际控制作用, 股权结构稳定。

图 12: 公司股权结构稳定



资料来源: Wind、招商证券

公司核心管理层多为相关专业出身, 具备丰富的行业经验。创始人 Horst Julius Pudwill 曾任大众汽车亚洲地区销售代表, 拥有丰富的国际贸易、营运及商业经验, 带领创科实业从外贸代工起家, 走向工具龙头企业; 行政总裁 Joseph Galli Jr 曾在 Black & Decker 工作 19 余年, 任职电动工具及配件部门总裁, 任职期间成功将 DeWalt® 品牌重型电动工具推出市场, 在电动工具领域扎根多年经验丰富, 负责公司合并收购、提高品牌销售潜力等方面的工作; 业务运营董事陈建华任东莞市外商投资企业协会之副会长、中国电器工业协会电动工具分会副理事长, 具备一定的业务运营经验。公司核心管理层大多具备丰富的从业经验, 是专长领域的专家, 各司其职实现卓越管理。且核心管理层来自不同国家、性别、种族, 2021 年新增两名女性董事 Virginia Davis Wilmerding 和 Caroline Christina Kracht, 管理层具备丰富的跨国工作经验, 有利于公司多元化、全球化发展, 进一步拓展全球业务的布局。

表 1: 管理层技术行业经验丰富

姓名	职位	简介
Horst Julius Pudwill	创始人、董事会主席	负责集团战略规划及发展,并持续监督本集团的运作。曾任大众汽车亚洲地区销售代表,拥有丰富的国际贸易、营运及商业经验。
Stephan Horst Pudwill	董事会副主席	曾于 Daimler Chrysler AG 担任管理职务,包括平治车系产品推广及战略规划,2004 年加入创科实业,负责管理、改善及监察内部运作。 1980 年加入 Black & Decker 并工作逾 19 年,担任多个高级管理层职位,并擢升至国际电动工具及配件部门总裁。在 Black & Decker 任职期间,成功将 DeWalt® 品牌的重型电动工具推出市场。2006 年加入创科实业担任 Techtronic Appliances 行政总裁,负责在北美洲及欧洲的合并收购、提高品牌全球销售潜力、集团管理团队日常运作等。
Joseph Galli Jr	行政总裁、执行董事	1988 年加入创科实业,负责集团生产营运业务。现为东莞市外商投资企业协会之副会长、中国电器工业协会电动工具分会副理事长。
陈建华	业务运营董事	1991 年加入创科实业,负责企业事务及财务管理。
陈志聪	集团财务董事	2011 年曾出任香港工业总会主席,2013 年起为该会名誉会长,2018-2019 年为职业训练局主席。
Virginia Davis Wilmerding	提名委员会成员、独立非执行董事	风险顾问及 ESG 专家,拥有超十三年顾问经验,曾担任科技、媒体及电讯(TMT)亚太地区部门业务主管,全球 ESG 及管治业务负责人之一。
Caroline Christina Kracht	独立非执行董事	World Bank Group 成员 IFC 提名董事候选人、全球投资及顾问公司 MoreThan Capital 创办人及合伙人,工作经验遍布全球,先后任职于 Scotiabank 亚太区投资银行、Morgan Stanley,专长策略、审计、风险与合规等。

资料来源:公司官网、招商证券

公司具多项股权激励计划,多位核心管理层持有公司股份。在过去五年间,公司在多项关键财务及业绩指标上表现优于 20 间同业公司的 75 分位水平,过去三年间,公司营业额年复合增长率达 25%,表现位于同业公司的 97 分位,利润率超过三分之二的同业公司,业绩表现亮眼。为更好的激励员工与核心管理层,使得高管薪酬符合股东利益,公司批准多项股权激励计划。在年度奖励计划方面,薪酬委员会于 2021 年批准 2021 年 STI 股份奖励,向行政总裁 Galli 出售 100 万股股份。而在长期奖励计划方面,公司先后推出 2008 年股份奖励计划及 2018 年股份奖励计划,确保公司任何员工或董事有权参与,2008 年股份奖励计划已奖励合计 3,946,000 股股份,占发行股份的 0.26% (2008 年采纳日期); 2018 年股份奖励计划已奖励合计 9,647,500 股股份,占发行股份的 0.53% (2018 年采纳日期),在股份奖励计划下,公司多位核心管理层持有一定量公司股份,且薪酬与公司经营表现挂钩,为公司后续业绩维持稳定增长保驾护航。

表 2: 核心管理层薪酬与持股情况

持股人姓名	职务	薪酬(万元)	持股数量(万股)	持股比例(%)	期末参考持股市值(万元)	薪酬与期末持股市值合计(万元)
Horst Julius Pudwill	执行董事, 董事会主席	12,227.96	36,827.43	20.08	4,673,088.49	4,685,316.45
钟志平	非执行董事, 总经理	144.09	8,667.95	4.73	1,099,889.07	1,100,033.16
Stephan Horst	副主席	5,242.10	4,491.70	2.45	569,958.64	575,200.74
Joseph Galli, Jr.	行政总裁、执行董事	25,031.00	1,680.60	0.92	213,253.89	238,284.89
陈志聪	公司秘书	6,308.12	580.00	0.32	73,597.08	79,905.20
陈建华	营运董事	5,465.25	514.10	0.28	65,234.93	70,700.18
Peter David Sullivan	薪酬委员会成员、审核委员会主席	167.68	59.85	0.03	7,594.46	7,762.14
Johannes Gerhard Hesse	提名委员会成员	161.31	43.35	0.02	5,500.75	5,662.05
Camille Jojo	审核委员会成员	298.38	42.90	0.02	5,443.65	5,742.03
Robert Hinman	薪酬委员会主席	190.00	22.22	0.01	2,819.20	3,009.20
Virginia Davis	独立非执行董事	62.48	4.20	0.00	532.94	595.43

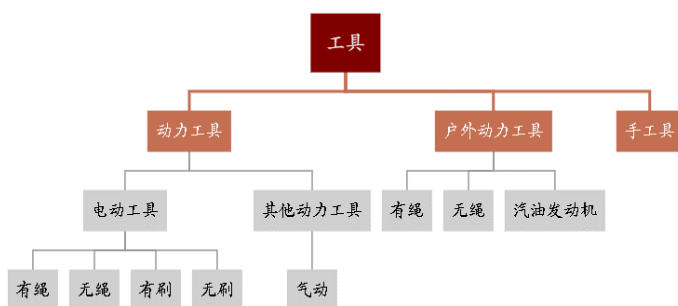
资料来源: Wind、招商证券

## 二、电动工具市场稳步增长，工业级/专业级赛道空间更广

### 1、行业概览：动力工具市场稳定增长，无刷化无绳化趋势明显

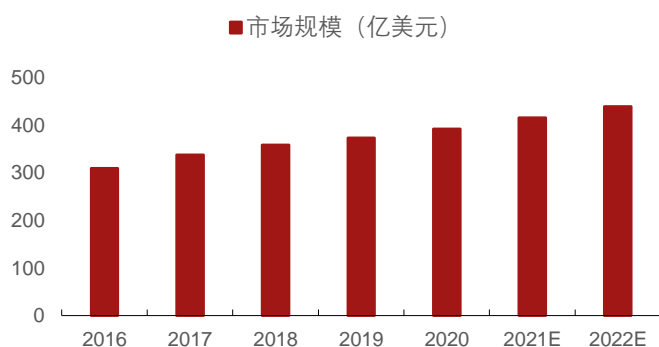
全球动力工具市场规模预计 2022 年达 439 亿美元，2016-2020 年复合增速 6.1%。工具行业可主要分为动力工具、户外动力工具(OPE)、手工具三大品类，根据 Frost & Sullivan 统计，占比最大的为动力工具，2020 年动力工具/OPE/手工具市场规模约 400/250/150 亿美元。按照动力来源划分，工具又可分为动力类和非动力类，动力方式包括电动、燃油等，非动力类产品包括手工具、工具箱柜等。整个动力工具市场规模稳步增长，从 2016 年的 309 亿美元增至 2020 年的 392 亿美元，年复合增长率达 6.1%，预计 2022 年将达 439 亿美元。

图 13：工具行业分类布局



资料来源：知乎、招商证券

图 14：动力工具市场规模



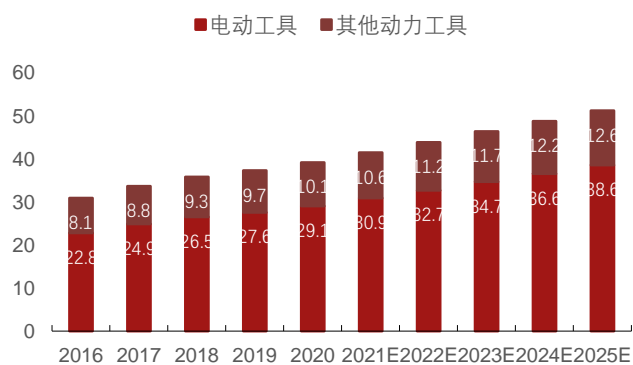
资料来源：Frost & Sullivan、招商证券

**电动工具无刷化、无绳化加速渗透。**动力工具可分为电动工具与其他动力工具，其中电动工具市场规模最大，2020 年电动工具占比 74%。据 Frost & Sullivan 统计，2020 年电动工具市场规模约为 291 亿美元，预计 2020-2025 年 CAGR 将达 5.9%，超过其他动力工具市场 4.5% 的复合增速。

**根据供电技术，电动工具可以分为无绳类锂电（直流电）电动工具和有绳类（交流电）电动工具。**2020 年无绳类和有绳类产品市场规模分别为 103/116 亿美元，自 2016-2020 年以 9.4% 的复合增速快速增长，电动工具无绳化比例在 2021 年已经达到 65%，实现反超。根据弗若斯特沙利文预测，2025 年无绳/有绳市场规模分别可达 164/128 亿美元，预计 2020-2025 无绳类产品 CAGR 为 9.8%，有绳类 CAGR 为 2.0%，无绳类产品将以远超有绳类产品的复合增速继续高速增长。

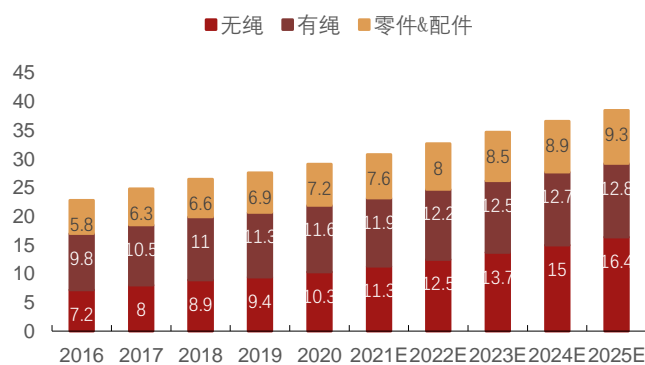
**根据电机类别，电动工具还可以分为无刷（直流电）电机电动工具和有刷电机（交流电）电动工具。**有刷电机是指内含电刷装置的旋转电机，无刷电机是指无电刷和换向器（或集电环）的电机，有刷电机由于连续接触式电刷会随着时间的流逝而磨损，因此需定期清洁或更换，而无刷电机没有碳刷，运行更为平稳、噪声低、无摩擦生热，在速度、耗电量、效率与使用寿命各方面都优于有刷电机。根据 Grandviewresearch 的数据显示，预计 2020-2027 年复合增速为 6.59%，2023 年我国无刷电机市场规模预计可达 678 亿元，全球无刷电机市场规模为 210 亿美元。2019 年全球无刷电机渗透率为 2019，预计 2025 年渗透率将达到 2025。

图 15: 电动工具及其他动力工具市场规模



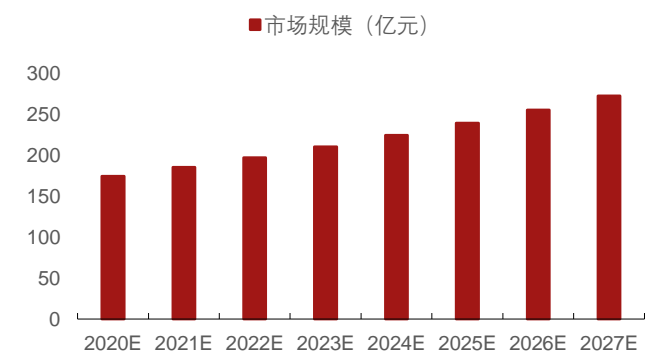
资料来源: Frost & Sullivan、招商证券

图 16: 无绳/有绳电动工具市场规模



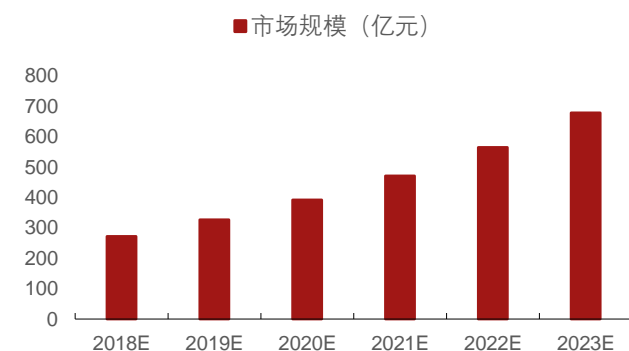
资料来源: Frost & Sullivan、招商证券

图 17: 全球无刷电机行业市场规模预测



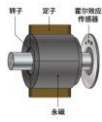
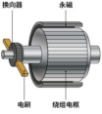
资料来源: Frost & Sullivan、招商证券

图 18: 我国无刷电机行业市场规模预测



资料来源: 国家统计局、前瞻产业研究院、招商证券

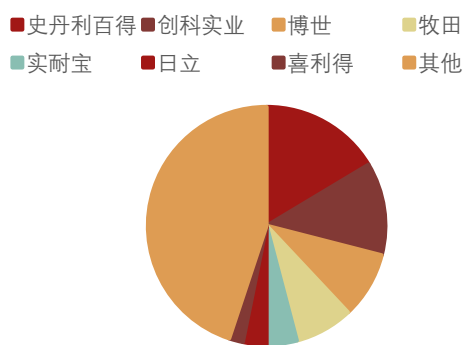
表 3: 有刷电机与无刷电机对比

	结构	结构图	使用寿命	能耗	噪音	最大速度	散热	成本	适用电流
无刷电机	无碳刷		7-10 年	耗电量少	无噪音	较高	无需散热	成本高 价格贵	直流电
有刷电机	有碳刷		2-3 年	耗电量多	有噪音	较低	散热差	成本低 价格低	交流电

资料来源: 艾普智能、招商证券

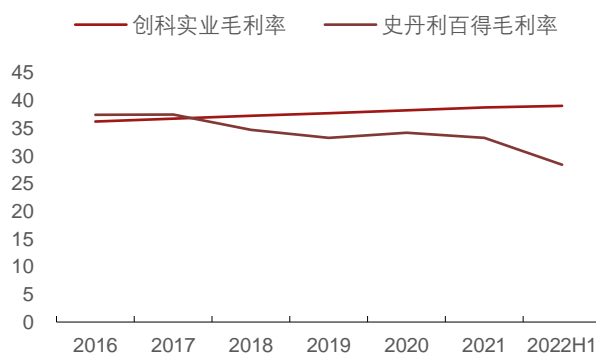
电动工具制造商集中度较高, 竞争格局稳定。2020 年创科实业、史丹利百得、博世为全球电动工具前三大企业, CR10 约为 73%, 其中史丹利百得市场份额占比为 16.4%, 创科实业市场份额占比为 12.6%。结合业绩状况来看, 得益于持续推出毛利率更高的新品策略, 创科实业毛利率后来居上, 截至 2022H1, 创科实业产品销售毛利率为 39.05%, 远高于史丹利百得的 28.42%, 且 ROE、资产周转率均优于史丹利百得, 市场份额有望超越史丹利百得成为占比最大的电动工具企业。同时电动工具市场广阔但受技术、渠道限制进入门槛较高, 具备渠道优势、技术积淀雄厚兼具技术优势的企业有望持续扩大份额, 巩固领先地位。

图 19: 电动工具行业竞争格局 (2020 年)



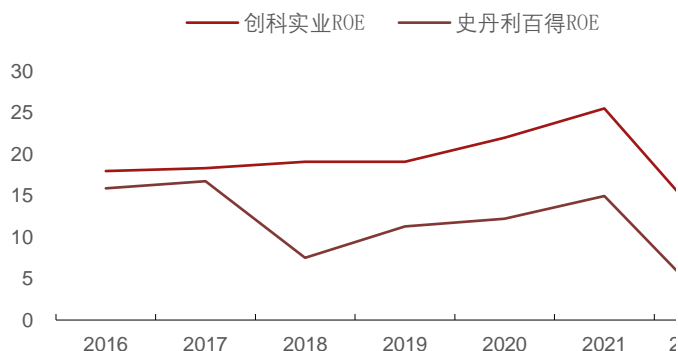
资料来源: 华经产业研究院、招商证券

图 20: 创科实业与史丹利百得毛利率对比



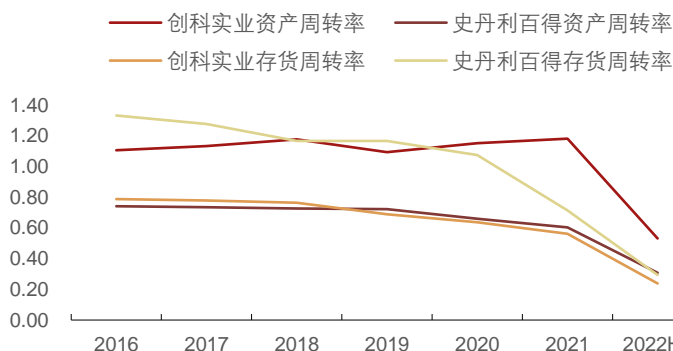
资料来源: Wind、招商证券

图 21: 创科实业与史丹利百得 ROE 对比



资料来源: 华经产业研究院、招商证券

图 22: 创科实业与史丹利百得营运能力对比



资料来源: Wind、招商证券

## 2、技术变革叠加政策导向，电动工具锂电化加速

### (1) 技术发展驱动变革，开启锂电浪潮

核心锂电技术不断进步，驱动锂电渗透率持续提升。电池技术为电动工具与锂电 OPE 的核心，目前龙头企业普遍通过专业锂电池供应商采购电芯，再进一步组装电池组。技术驱动下，高能量密度电池快速改进、快速普及，锂电池的性能不断提升，消费者所关注的续航能力、功率大小、快速充电能力、安全性、电池寿命等不断增强，用户体验持续提升，已经驱动全球电动工具及 OPE 行业从传统燃油或有绳工具向无绳锂电工具转变。不同工具的电池平台兼容性也在不断提升，用户可以在不同设备上使用同样的电池，增强了使用便利性，也提升了用户粘性。除锂电技术外，电控技术中控制器与消费者的交互传感体验相关，目前龙头电动工具企业围绕锂离子电池打造电池生态系统，同一产品平台能够兼容更多工具品类，降低消费者的电池购置成本，提升电动工具智能化。锂电技术发展驱动电动工具锂电化渗透率连续提升。2021 年，全球锂电池在无绳电动工具中占比从 2015 年的 78% 提升至 93.5%。

表 4: 电池性能比较

	锂离子电池	镍镉电池	镍氢电池
能量密度	大于 150	大于 60	大于 80
工作电压 (V)	3.2-3.7	1.2-1.3	1.2-1.3
循环寿命	大于 1000	大于 500	大于 500
优势	能量密度高; 循环寿命长; 工作温度范围广	内阻小, 可供大电流放电; 不会漏液; 工作温度范围广	可快速充放电; 低温; 性能良好

	锂离子电池	镍镉电池	镍氢电池
劣势	成本较高；大电流放电对寿命的负面影响较大	具有明显的记忆效应；负极材料有毒；质量比较大	耐高温性能差；耐过充性能差

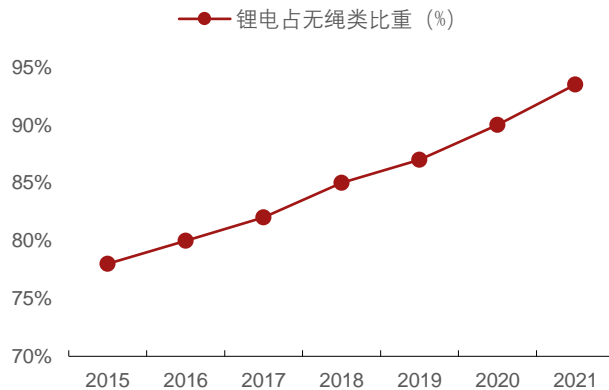
资料来源：真锂研究公众号、锂电池储能技术公众号、招商证券

图 23: 创科实业 MX FUEL™ REDLITHIUM™ 红锂电池组



资料来源：公司官网、招商证券

图 24: 无绳类电动工具锂电化渗透率提升



资料来源：EVTank、招商证券

## (2) 环保政策严限燃油，加速产品替代

全球“双碳”大背景下，多地陆续出台禁用燃油产品相关政策。欧洲及北美地区已有多个城市出台政策禁用燃油 OPE，并进行相应财政拨款帮助户外动力设备实现迭代更换，严格的环保政策使得电动 OPE 渗透率将得到快速提升，加速对传统燃油产品的替代。若政策趋严，锂电 OPE 最终或将完成对传统动力的 100% 替代。

表 5: 全球出台禁用燃油产品相关政策

城市	规定政策
美国加州	2024 年起禁止销售燃油吹叶机和割草机，2028 年全面禁用燃油驱动户外动力设备，已拨款
美国纽约	
美国华盛顿	2022 年禁止汽油吹叶机使用
美国波特兰	批准在 2025 年之前改用电动吹叶
加拿大渥太华	2022 年夏天开始使用电动园林设备
加拿大温哥华	2024 年逐步淘汰汽油驱动园林设备
加拿大多伦多	已有禁止使用燃油割草机提案

资料来源：各城市政府网站、招商证券

## (3) 锂电池国产替代加速，上游降本利好品牌制造企业

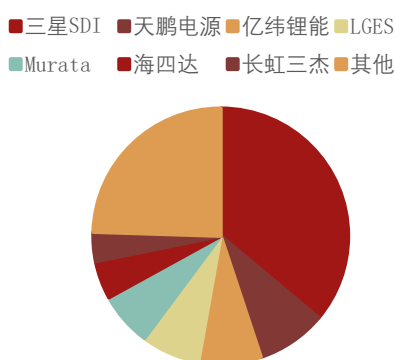
中国企业卡位竞争优势显著，锂电池国产替代加速。从供给端的竞争格局来看，2020 年中国企业市场份额占比超 25.2%，2021 年韩国三星 SDI 出货量仍排名第一，但市场份额较 2020 年 36.1% 已有所下降，中国企业江苏天鹏、亿纬锂能、长虹三杰分为位居第二至第四，长虹三杰排名从 2020 年的第七名上升三名，上升速度较快。随着国内企业技术层面突破了 20A 放电电流的技术瓶颈，成本优势助力锂电池国产替代化加速。天鹏电源、亿纬锂能、海四达已经入创科实业、百得、博士等一线动力工具品牌商的供应链，而相比于日韩老牌供应商的产品，国产锂电池性能相同，但价格低 20% 左右，性价比优势凸显。而对于创科实业等致力于锂电化布局的动力工具中游制造商来说，锂电池国产替代将降低锂电购置成本，加速锂电化革新。

表 6: 主要锂电池供应商客户

锂电池电动工具供应商	已配套的国际电动工具企业	已配套的中国电动工具知名企业
三星 SDI	TTI、百得、博世、Mikita、Hitachi、Hilti	宝时得、泉峰
Murata	TTI、Mikita、Hilti	
松下	Mikita、Hilti	
海四达	TTI、百得	宝时得、泉峰、东成、科沃斯、美的、小米
亿纬锂能	TTI、麦太保、伊莱克斯	东成、科创、格力博
天鹏电源	TTI、百得、博世、Mikita、麦太保、伊莱克斯	宝时得、泉峰、格力博、东成、科沃斯
九夷锂能	百得、BMZ	新科

资料来源: 真锂研究公众号、招商证券

图 25: 2020 年全球主要电动工具电池企业竞争格局



资料来源: EVTank、招商证券

电动工具上游以三电系统为核心，品牌自产自研降低成本。电动工具产业链上游为各类原材料、零部件供应商，根据成本结构划分来看，三电（电驱、电源、电控）成本最高，合计占比 40.1%，其次是结构件，占比 25.4%，动件、电控、电源、电驱和工作头，占比分别为 15.8%、15.3%、12.9%、11.9%和 11.4%。电驱、电源、电控成本高、技术含量高，龙头品牌注重对三电系统的研发制造。以创科实业为例，电驱方面自制无刷马达性能优于同业竞争对手；电控方面致力于软件自研，采用更快速度的全新处理器；电池方面率先进行锂电布局，红锂电池大幅提升产品性能，IntelliCell™ 技术监控和平衡单个电池，以最大化运行时间、存储寿命和安全性，基于三电系统方面的技术突破，企业不仅可以产品需要调节系统，生产出效能更优的产品，也可以借此扩展产业链布局。上游电池芯国产替代叠加企业自研三电系统，促进企业更好的管控成本，对抗供应链波动风险。

图 26: 天鹏电源与 SDI 产品价格对比

品名	天鹏-25PG	三星SDI-25R
型号	18650	18650
标称电压V	3.6	3.6
标称容量mAh	2500	2000
持续放电电流A	20	20
带电量wh	9	7.2
电芯价格(含税, 元)	12.5	15
<b>电芯价差幅度</b>		<b>20%</b>
单wh价格(含税, 元)	1.4	2.1
<b>单wh价差幅度</b>		<b>50%</b>

资料来源: 安福双公众号、招商证券

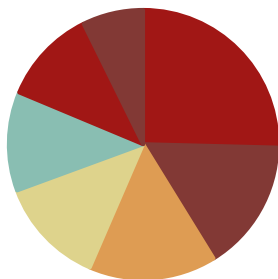
图 27: 电动工具产业链



资料来源: 公司官网、招商证券

图 28: 电动工具成本结构

■ 结构件 ■ 传动件 ■ 电控 ■ 电源 ■ 电驱 ■ 工作头 ■ 其他



资料来源: 华经产业研究院、招商证券

图 29: 创科实业 Lithium+ 电池



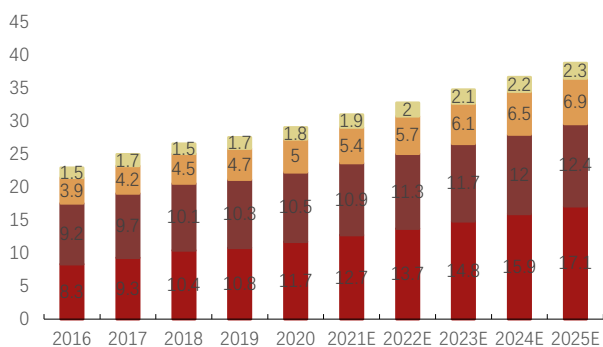
资料来源: 公司官网、招商证券

### 3、下游应用场景众多，PRO 赛道增长空间广

**欧美贡献主要需求。**由于区域住房及生活模式特点，电动工具及 OPE 主要需求市场均集中在北美和欧洲，据弗若斯特沙利文统计，2020 年电动工具市场中北美和欧洲占比分别为 40.2% 和 36.1%，并且北美地区仍将以 7.8% 的复合增长率增长；OPE 市场中北美和欧洲地区分别占比 55.2% 和 31.6%，北美地区将以 5.9% 的复合增长率增长。欧美地区设备需求偏刚性，其法律规定修剪草坪属于公共管理规则的行为范围，若不遵守将会处以罚款。

图 30: 全球电动工具市场区域划分 (单位: %)

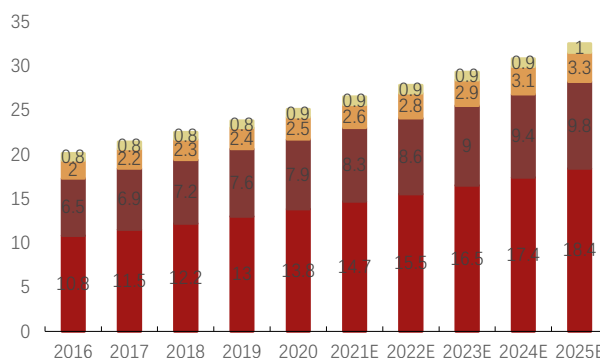
■ 北美 ■ 欧洲 ■ 亚太地区 ■ 世界其他地区



资料来源: Frost & Sullivan, 招商证券

图 31: 全球 OPE 市场区域划分 (单位: %)

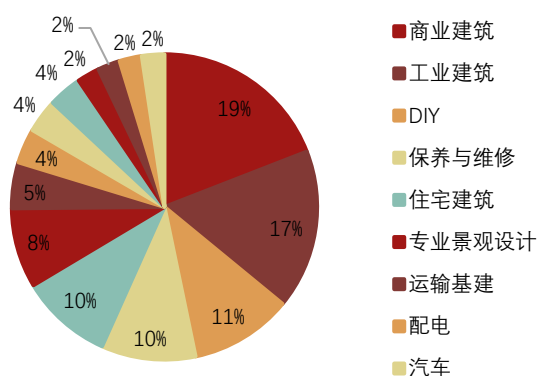
■ 北美 ■ 欧洲 ■ 亚太地区 ■ 世界其他地区



资料来源: Frost & Sullivan, 招商证券

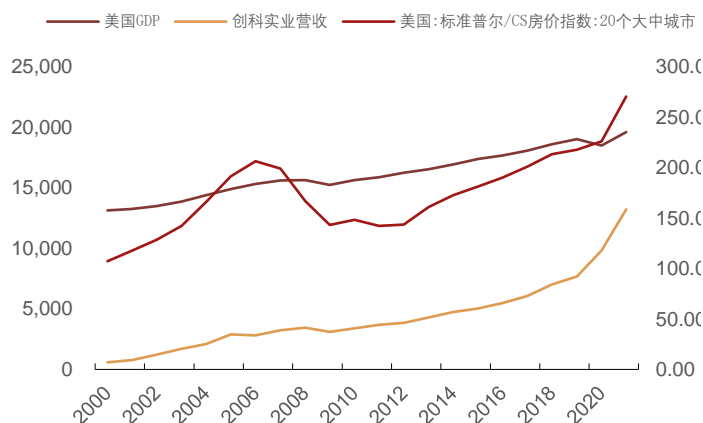
**下游应用场景广泛，与房地产周期关联性弱。**从下游应用场景来看，电动工具的应用十分广泛，既涉及商业建筑、工业简述、住宅建筑等房地产行业，也涉及运输基建等基础设施建设，保养与维修、DIY、配电、石油和天然气等日常生活需求。关联地产、商业、农业、能源、文娱等各个方面，对抗风险波动的韧性较强。根据 2019 年的数据来看，电动工具在建筑等后周期行业的占比仅为 17.3%，DIY 及保养维修占比为 17.5%，与房地产周期关联性较弱，从美国房价指数的波动情况来看，创科实业在房地产处于下行周期时，仍能保持较为稳健地增长，与房地产周期波动关联不大，与经济整体状况 GDP 呈现一定的相关性，电动工具下游需求具有弱周期属性，整体经济环境通过影响居民消费能力影响电动工具需求端变动。

图 32: 电动工具下游应用



资料来源: 公司公告、招商证券

图 33: 创科实业营收与美国房价指数



资料来源: Wind、招商证券

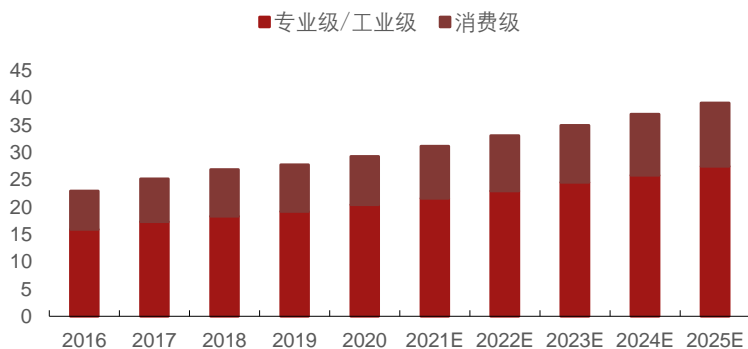
**终端以工业级/专业级为主导, 市场规模逐步增长。**电动工具根据终端客户使用场景分为工业级/专业级/消费级三个类别: (1) 工业级电动工具对于产品的精度、效能、环境适应能力等各方面要求都较高, 高精度是首要要求, 常用于精密设备的制造, 如造船、航空等领域; (2) 专业级电动工具主要用于制造、建筑与加工领域, 要求产品功率大、寿命长、效率高、能满足长时间重复作业的需求; (3) 消费级电动工具主要适用于家庭场景, 由消费者自主 DIY 使用, 对产品的精度和持续作业时间要求不高。三者之中, 工业级和专业级占比较高, 根据 Frost & Sullivan 统计, 2020 年全球电动工具市场工业级&专业级合计占比 69%, 2020-2025 年 CAGR 为 6.1%, 消费级 2020-2025 年 CAGR 为 5.3%, 工业级&专业级赛道增长势头高于消费级 5.3%, 预计 2025 年工业级&专业级电动工具市场规模将增长 70 亿美元至 270 亿美元。

表 7: 电动工具工业级/专业级/消费级分类

类别	产品要求	应用场景	品牌
工业级	又称为装配线工具, 要求相当精密严格, 需经得起大负荷长期使用	常用于对工艺精度要求较高的工业场所, 例如造船、机器设备制造等	Milwaukee、Hilti、Fein、DeWALT、Metabo
专业级	功率大、转速高、电机寿命长、能够长时间持续作业, 对性能指标要求较高	制造及装备领域、生产流水线, 如建筑道路、装饰装修、木材金属加工	Milwaukee、DeWALT、Ryobi、Black&Decker、Hitachi、Bosch、Makita
消费级	DIY 电动工具, 对精度要求不高, 间歇性使用	日常家居	Ryobi

资料来源: 前瞻产业研究院、招商证券

图 34: 电动工具以专业级/工业级为主导



资料来源: Frost & Sullivan、招商证券

### 三、竞争优势：品牌+产品+渠道三合一，构筑龙头优势

#### 1、品牌端：品牌矩阵完善，核心品牌增长可期

电动工具代工起家，多次收购构建全方位品牌矩阵。公司成立之初，通过代工业务快速积累技术与生产经验，拓展客户渠道。曾为美国 Sears Roebuck & Co., S 旗下的知名品牌 Craftman 生产电钻等电动工具，年出货量达 100 万部。1988 年，公司又与日本 Ryobi 达成合作，借此实现生产质量与生产技术的大幅提高，并吸引 Bissell、Royal 等一众品牌，逐步打开客户渠道。在此基础上，公司分电动工具与地板护理品牌两大业务线，多次收购构筑自有品牌矩阵。

**电动工具业务并购历程：**2000 年，以较低的价格收购 Ryobi 公司北美电动工具及户外园艺电动工具业务，并凭借这一品牌于 2001 年达成与美国家居建材用品零售商巨头 Home Depot 的合作，大幅拓宽销售渠道，打开北美市场，此后 Home Depot 长期成为科创实业的第一大客户，营收占比超 40%；2001 年-2002 年间，先后收购了 Ryobi 在欧洲、澳洲以及新西兰地电动工具及园艺工具业务，市场遍布北美、欧洲、澳洲和亚洲；2002 年，从 Deere & Company 公司受中收购户外产品品牌 Homelite，加大布局户外园艺工具业务；2005 年从瑞典工业空压机领域全球巨头 Atlas copco 收购了 Milwaukee, AEG 和 Debro, AEG 是德国著名产品制造商与品牌商，收购 AEG 使公司技术积累与产品开发能力再上一个台阶，当年电动工具业务收入同比增加 49%至 22.09 亿美元；2007 年收购 Stiletto 品牌手持工具的业务，进一步拓展便携式电动工具业务。公司通过多次收购电动工具品牌矩阵，公司发展步入快车道。

**地板护理业务并购历程：**1999 年，以 700 万美元的价格收购英国吸尘器品牌 VAX 的地板护理业务，开拓地板业务模块；2003 年，收购原代工客户 Royal Appliance 旗下的 Royal 和 Dirt Devil 地板护理品牌及业务，Royal Appliance 公司成立于 1905 年，与 Hoover、Bissell、Eureka 并列为全球吸尘器产业四大巨人；2007 年，TTI 以现金 1.07 亿美元收购 Hoover 品牌的地板清洁业务，在此基础上合并原先 Royal 和 Dirt Devil 业务，重组后的 TTI Floor Care 成为北美最大清洁电器制造商。

图 35：创科实业品牌并购历程

公布日期	收购品牌	收购业务	品牌成立时间	主要市场区域	当年OBM业务占比
1999年10月	VAX	地板护理产品	1977	英国	
2000年6月	Ryobi北美	电动工具	1943	美国	
2001年8月	Ryobi欧洲	电动工具、户外工具	1943	美国、法国	28%
2001年11月	Homelite	户外园艺工具	1921	美国	28%
2002年3月	Ryobi大洋洲	电动工具、户外工具	1943	澳大利亚、新西兰	52%
2003年4月	Royal	地板护理产品	1905	美国	68%
2003年4月	Dirt Devil	地板护理产品	1984	美国	68%
2003年4月	Regina	地板护理产品	1900s	美国	68%
2004年8月	Milwaukee	电动工具	1924	美国	72%
2004年8月	AEG	电动工具	1887	欧洲	72%
2006年12月	Hoover	地板护理产品	1908	美国	80%
2007年	Stiletto	手持工具	1901	美国	86%
2013年7月	Oreck	地板护理产品	1963	美国	
2014年6月	Empire	水平尺、绘图及计量工具	1919	美国	
2018年10月	Imperial Blades	电动工具配件	2008	美国	>95%

资料来源：公司公告、招商证券

两大业务线 13 大品牌优势互补，不同消费群体全覆盖。通过 1999 年-2007 年间的持续并购，创科实业实现从 OEM/ODM 向 OBM 的转型，并构筑了电动工具业务与地板护理业务两大业务线的品牌矩阵。截止目前公司电动工具业务具有九大品牌：核心品牌 Milwaukee 产品范围包括户外电动工具、电动工具配件、储存工具、个人安全装备、手动工具等，面向专业级与工业级市场，充电式平台使得产品可以长时间运行，结合先进的硬件技术，大幅提高工人的生产力与安全性，为全球第一的专业工具品牌。另一核心品牌 Ryobi 主打电动工具业务与户外园艺业务，产品范围包括 DIY、手工艺制作、储存及组装、园艺、运输保养、生活及娱乐、清洁等，主要面向消费级市场，得益于电池端口的兼容、锂电化无绳化提升使用便利，成为全球首屈一指的 DIY 工具品牌。其他品牌包括 AEG、Homelite

Stiletto、HART、Imperial Blades、Empire、Kango，其中 AEG 作为德国老牌电动工具品牌，其便携式电动工具业务为 Milwaukee 与 Ryobi 的新品开发提供经验。

地板护理及清洁业务下属四大品牌，核心品牌为 Hoover，作为地板护理行业的领导者，其产品包括直立式吸尘器、手杖式吸尘器、地板清洗机等各类地板和地毯清洁及护理产品，且创新的 HOOVER ONEPWR 充电式系统，集合了九款性能卓越的充电式清洁产品，覆盖消费级及工业级高端用户。其他品牌为 VAX、Dirt Devil、Oreck，其中 VAX 是英国首屈一指的地板护理品牌，面向消费级客户；Dirt Devil 同样面向消费级客户，但市场区域集中在美国；Oreck 面向专业级与工业级用户，市场区域包括美国、加拿大与欧洲。创科实业两条业务线下属 13 大品牌，分别覆盖消费级、专业级、工业级不同消费群，市场区域遍布美国、北美、欧洲、大洋洲、亚洲、中东等各个区域，实现不同客户群体、不同消费区域全面覆盖。

图 36：创科实业品牌覆盖不同消费群体



资料来源：公司官网、招商证券

图 37: 创科实业品牌矩阵

业务类别	品牌名称	产品类别	代表产品	主要市场	客户定位
	Milwaukee	户外电动工具、电动工具配件、手动工具、储能工具、个人安全装备		美国	工业级与专业级高端用户
	Ryobi	DIY 电动工具; 户外园艺工具		美国、欧洲、俄罗斯、大洋洲	消费级
	AEG	电动工具		欧洲	专业级
	Homelite	户外园艺工具 (电动和汽油驱动)		美国	消费级
电动工具业务	Stiletto	锤子、撬杆等高级合金手动工具及配件		美国	专业级
	HART	电动工具、户外园艺工具、吸尘器、手动工具、配件、储能工具、个人安全装备		美国、澳大利亚	消费级
	Imperial Blade	万用钻头锚栓、刀片等多功能工具配件		美国	消费级、专业级
	Empire	鱼雷水平尺、磁力水平尺等测量应用产品		美国、大洋洲	专业级
	Kango	钻头、刀片、手动工具		澳大利亚	
	Hoover	充电式地板清洁工具、地毯清洗及污渍清洁		美国	消费级、工业级高端用户
地板护理及清洁业务	VAX	充电式地板清洁工具、地毯清洗及污渍清洁		英国、大洋洲	消费级
	Dirt Devil	直立式吸尘器、手持式吸尘器及手提式吸尘器等		美国	消费级
	Oreck	吸尘器、蒸汽拖把、地板清洗机、空气净化器和其他清洁产品		美国、加拿大、欧洲	工业级与专业级

资料来源: 公司官网、公司公告、招商证券

## 两大核心品牌表现亮眼，引领行业发展。

### Milwaukee——全球第一的专业工具品牌。

维修工具起家，战时迎来快速发展。Milwaukee 前身为 A.H. Petersen Company，主要为福特汽车提供生产工具和模具，曾生产出行业首款处理重型工作负载的轻型单手钻机——打眼器（Hole-Shooter），1924 年 A.H. Petersen Company 更名为 Milwaukee，Milwaukee 正式成立，早期主要经营工具维修业务，后来逐渐为客户提供性价比更高的电动工具。除此之外，Milwaukee 还升级生产设施，自己制造电机满足更高的速度和功率要求，由此生产出来的工具寿命延长，维护成本降低；1930 年，Milwaukee 新设计的电钻规格达到美国政府的设备标准，不久后公司将海军标准应用于所有便携式工具的制造，Milwaukee 声誉不断提高；二战推动电动工具行业发展。二战期间，由于产品符合海军规范，Milwaukee 获得大量军队订单，且随着便携式电动工具在军队大量使用，打孔机在飞机制造中的广泛应用，Milwaukee 所在的电动工具行业迎来腾飞；战后加速推出新工具。战后几年，Milwaukee 不断开发新工具来满足专业人士的需求，先后推出带有弹簧离合器的砂光机/磨床系列、行业第一台 1/2 英寸直角钻机、第一台采用往复运

动机构的便携式钢锯——Sawzall®往复锯等等，这些新产品彻底改变了电动工具行业，牢固确立了 Milwaukee 设计工具的传统，帮助专业人员更有效地应对工作挑战。

**20 世纪 60-70 年代，公司施行制造设施与产品线的扩张。**1974 年建立第一座威斯康星州以外的工厂，之后分别于 1976 年、1995 年、2002 年，再密西西比州增设了三个工厂，大幅提高生产能力。Milwaukee 的高质量传统一直延续到 20 世纪 90 年代，并不断根据客户需求推出一系列专业无绳产品，包括无绳 Sawzall 往复锯、旋转锤、1/2 “D”手柄和直角钻、锤钻、驱动器/钻头、冲击扳手、圆锯、金属切割圆锯、Hatchet 往复锯等，这些产品均采用相同的电池和充电系统，电池平台生态雏形初现。

**进入 21 世纪，持续研发与应用新技术，引领电动工具的创新。**自 2004 年创科实业收购 Milwaukee 以来，品牌焕发出新的活力。2005 年，率先在无声绳工具系列中使用锂离子电池；2008 年首次开发低温硬化技术（Ice Hardened™ strengthening technology），此低温硬化技术较传统热处理方法实现了巨大提升；2010 年，推出红锂电池，加快锂电化发展历程；2012 年，继续革新锂电电动工具。与其他品牌的扩张路线不同，Milwaukee 近百年来专注于同一愿景：“为专业级用户生产最佳的创新重型电动工具”。目前 Milwaukee 系列拥有 500 多种型号和 3500 多种配件，均由专业人士专为专业级用户设计，完全致力于专业工具用户，永远不会涉及消费级领域。得益于 Milwaukee 深耕专业工具领域近百年，Milwaukee 多次引领行业发展，不断突破，打造全球第一的专业工具品牌。

图 38: Milwaukee 品牌发展历史



资料来源：公司官网、招商证券

**Ryobi——全球第一的 DIY 工具及充电式户外园艺品牌。**1943 年，Ryobi 精造株式会社在日本成立，一年后开始生产和销售压铸产品，1954 年 Ryobi 开始制造塑料压铸产品，1968 年 Ryobi 开始涉足电动工具，1973 年，Ryobi 市场已经遍布六个国家并拥有 12 家制造工厂，1985 年，Ryobi 在美国印第安纳州谢尔比维尔开设了一家生产基地。这是其在美国唯一的制造地点，1988 年，Ryobi 开始向西尔斯（Sears）——美国实体零售店提供电动工具，开始推广其在北美的业务。2000 年被创科实业收购了北美电动工具及户外园艺电动工具业务，二者强强联手，创科实业对其进行品牌改造与价格提升，凭借这一品牌于 2001 年达成与美国家居建材用品零售商巨头 Home Depot 的合作，大幅拓宽销售渠道，打开北美市场；2001 年，创科实业又收购了 Ryobi 在欧洲的电动工具及园艺工具业务，开拓欧洲市场；2002 年，创科实业收购 Ryobi 在澳洲以及新西兰地电动工具及园艺工具业务，开启大洋洲电动工具销售业务。截止目前，Ryobi 在中国、越南、墨西哥、德国、捷克和美国等全世界多个地区和国家设有工厂，市场涵盖北美、欧洲、大洋洲、亚洲。不同于 Milwaukee 面向专业级市场，Ryobi 主打消费级市场，产品价格更亲民，性价比相对较高，适合 DIY 与家庭日常使用。Ryobi 生产有绳/无绳电动工具与户外园艺工具，2008 年，Ryobi 首次引入锂离子电池技术，并使其与每个产品均保持完美的兼容性。公司借助 Ryobi 这一平台拓展产品类别，目前 Ryobi 为公司电动工具中最为丰富的品牌，仅 18V ONE+ 系统便拥有超过 260 款新产品，产品不断更新迭代，拉动品牌力提升。

图 39: Ryobi 品牌发展历史

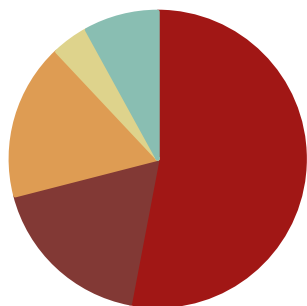


资料来源: 公司官网、招商证券

两大品牌认可度高, 拉动公司业绩增长。根据 protoolreviews 网站统计显示, 在整体工具领域品牌认可度与无绳化电动工具认可度两项投票中, Milwaukee 都以 53% 的优势占据第一, 表明消费者对 Milwaukee 工具的认可度颇高。而根据 Consumer Reports 的评分结果显示, 骑乘式割草机中, 前五名 Ryobi 有三款产品上榜, 且得分均在 70 以上, 根据 LINKReviews 的评分结果显示, 无绳吹风机中前五名 Milwaukee 的一款产品位列首位, 评分 9.6, Ryobi 产品位列第四。且在 Link Reviews 的评价网站上, 两大品牌最受好评的 10 件产品评分均在 9 分以上, 分别以专业度、性价比等广受消费者好评。

图 40: Best Tools2022 投票结果

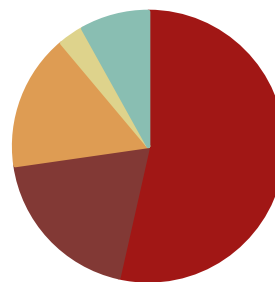
■ Milwaukee ■ DeWalt ■ Makita ■ Bosch ■ 其他



资料来源: protoolreviews、招商证券

图 41: Best Cordless Power Tools 2022 投票结果

■ Milwaukee ■ DeWalt ■ Makita ■ Hilti ■ 其他



资料来源: protoolreviews、招商证券

图 42: Consumer Reports 及 Link Reviews 评分

骑乘式割草机			无绳吹风机		
产品名称	Consumer Reports 得分	Consumer Reports 排名	产品名称	Link Reviews 排名	Link Reviews 得分
Ego ZT4204L	86	1	Milwaukee M18 FUEL 120 MPH 450 CFM 18V	1	9.6
Ryobi RY48140	80	2	EGO Power+ LB5804 580 CFM 56V	2	9.4
Cub Cadet LT42e	77	3	EGO Power+ LB6504 650 CFM Variable-Speed 56V	3	9.4
Ryobi RY48ZTR75	75	4	RYOBI ONE+ 100 MPH 280 CFM Variable-Speed 18V	4	9.2
Ryobi RY48ZTR75	72	5	WORX WG584 40V	5	9.0

资料来源: Consumer Reports、Link Reviews、招商证券

## 2、产品端：横纵向扩充产品类别，前瞻布局锂电类电动工具

### (1) 立足优势产品扩充产品类别，进军其他细分领域

公司品牌众多，下属两大业务 13 大品牌，但从产品布局与消费认可度来说，电动工具业务以 Milwaukee 和 Ryobi 为核心品牌，分别面向专业级/消费级市场，地板清洁与护理业务以 Hoover 为核心品牌。三大品牌在发展过程中践行公司维持毛利率增长的长期策略，不断推陈出新，扩展品类，表现亮眼。

**Milwaukee 以电动工具为核心，上下游扩充产品类别。**在成为全球领先的电动工具品牌之后，Milwaukee 不再局限于电动工具领域单个产品的拓展，而是致力于上下游产品类别的扩充。一方面通过并购细分领域知名公司实现扩充，2008 年，Milwaukee 并购金属手动工具及锤子领先制造商 Stiletto tool Company，进军手工工具市场，产品包括锤类、破拆类、紧固类等；另一方面，立足主营业务上下游顺势扩充，向上满足电动工具修理更换的需求，开拓电动工具配件市场，向下探索不同应用场景，2019 扩大手动工具与储存业务，首创 PACKOUT 组合储物箱系统，重新开发个人防护装备，满足消费者户外作业、长时间作业、安全保障等各方面需求。截止目前，Milwaukee 产品类别已经由单一的电动工具扩充至电动工具配件、电动工具、手动工具、户外电动工具、储存工具、个人安全装备六大产品类别，满足使用者在下游不同应用场景的多样化需求。

图 43: Milwaukee 产品矩阵



资料来源：公司官网、公司公告、招商证券

**Ryobi 以 OPE 和电动工具为核心，向清洁工具存储系统等领域延伸。**Ryobi 为美国排名第一的充电式剪草机品牌 (TraQline2018) 与首屈一指的园艺电动工具品牌，专攻工程改装、业务用户、汽车维修等，其 OPE 工具与消费级电动工具广受消费者认可。在此基础上，公司结合消费者多样应用场景需求持续拓展品牌：满足 DIY 需求的手动工具系列，包括激光水准仪、卷尺、螺柱检测器等；满足休闲娱乐需求的休闲装备，包括蓝牙音箱、收音机、风扇灯；满足清洁护理需求的吸尘器、刷子、喷雾器等；满足存储运输需求的存储设备，如工作包、模块化工作箱等；满足更换维修需求的各类配件。深度完善品牌产品矩阵，满足消费者需求的同时挖掘新的增长点，提升品牌增长空间。

图 44: Ryobi 产品矩阵

电动工具	OPE	手动工具	休闲娱乐设施	清洁用具	存储设备	配件
 组合工具包	 割草机	 劈木机	 激光水准仪	 蓝牙音箱	 工具包	 刀片
 冲击和紧固	 播种机	 温度计	 收音机	 棍状吸尘器	 树叶收纳包	 螺丝刀
 电钻	 修剪器	 马克笔	 充气机	 手提式吸尘器	 模块化工具箱	 钻头
 切割类	 吹风机	 温度计	 风扇	 刷子	 工具架	 胶棒
 抛光类	 树篱修剪器	 卷尺	 照明	 干湿吸尘器	 挂钩	 门锁安装配件
 DIY	 链锯	 刀具		 喷雾器	 绳索	 砂纸
	 清洁机					
		 螺旋钻				

资料来源：公司官网、公司公告、招商证券

## (2) 前瞻布局锂电类电动工具，发展电池平台构建系统生态

公司为最早布局锂电类电动工具的企业，锂电产品持续革新。2005 年，Milwaukee 在其 V28 电动工具系列中引入锂离子电池技术，成为最早将锂离子应用到电动工具的制造商，率先开始了锂电化布局；2008 年 Milwaukee M18 锂离子电池上市，同年推出 Ice Hardenen™ 技术，2009 年 Milwaukee M12 (12V) 紧凑型电池上市，同时推出应用此款电池的电动工具产品，M12 与 M18 电动工具系列是市面上较为领先的锂电平台系统；2010 年 Milwaukee 将 V28 锂离子电池生产线转换为 M28 电池，相比原生产线拥有更多电池智能，为后续打造电池平台系统铺垫基础，同年 Milwaukee 推出 REDLITHIUM™-ION 红锂电池技术，大幅提高锂电化工具的生产效能与使用寿命，且兼容所有 M12™ 与 M18™ 系列工具，电池平台兼容性提升；2012 年 Milwaukee 先后推出 M18 FUEL、M12 FUEL 无刷 18V 电动工具，相比 M18、M12 的常规产品采用了更为强力的 POWERSTATE™ 无刷马达，效能提升 4 倍左右；2018 年，Milwaukee 推出新一代 21700 电池芯，其拥有更高能量密度、更低温升、更低电阻，结合超薄包装打造动力更强劲、温升控制更高的红锂电池组 HIGH OUTPUT™ M18™ 高能量红锂电池；2019 年，Milwaukee 推出 FX FUEL 电池系统及相关产品，结合核心技术打造生态化电池平台；2022 年，Milwaukee 第一款 36V 电动工具发布，同时使用两个 M18 电池，即 Milwaukee M18 FUEL 割草机。作为最先开始锂电化布局的电动工具制造商，公司推出多项技术引领锂电发展，在电池技术领域领先全球，推动锂电产品持续革新。

图 45: Milwaukee 锂电化历程



资料来源: 公司官网、公司公告、招商证券

在锂电化布局进程中，公司围绕锂电池升级三电系统，三项核心技术打造产品核心护城河。

- (1) **POWERSTATE™ 无刷马达**。Milwaukee 专业级工具需要长时间重复作业，对电机寿命和性能要求更高，为满足 Milwaukee 相关产品的应用需求，公司自制无碳刷马达系统，使用钕铁硼永磁材料，相较于一般马达体积更小，速度和扭矩选择更加丰富，冷却速度更快。具有重量轻、效率高、低噪音、转速误差小等优点，效能超过所有主要竞争对手的同时更为耐用，利于工人长时间游走作业。已应用于 Milwaukee M12、M18、MX FUEL 多款设备系统。
- (2) **REDLINK PLUS™ 增强型智能红联接系统**。REDLINK PLUS™ 增强型智能红联接系统通过集合硬件与软件，使电池、充电器和工具三者之间实现全循环的通信系统，其将无刷电动工具与电池平台链接，当使用者给电池充电时，该系统可以全面监控和控制充电器，确保电流稳定输出，从而避免工具因过载或过热而损坏，延长工具使用寿命。
- (3) **REDLITHIUM™-ION 红锂电池技术**。红锂电池组使用大面积金属框架更易散热、新一代 21700 电池芯能量密度更高温升更低、全新处理器处理速度更快。更为先进的电池结构与电子元件使得红锂电池运行时间和扭矩更小，电池积聚热量的速度较慢，电池保持较低的温度，从而增加电池负载的能力。调查显示红锂电池运行时间延长 40%，速度提高 20%，扭矩增加 20%，电池寿命延长（平均放电次数可达 2200 次以上），而红锂电池组运行温度降低 20%，耐用性大幅提高，即便在恶劣环境（-28 度低温）下仍能工作，可以使用更多的工作场景。三项核心技术使得公司的电动工具产品相较于同类产品拥有更高的效率、更久的使用寿命、更好的使用体验，同时公司不断研发新技术，推动产品跌打更新，截止目前，公司申请专利数量达 362，其中 42.54%为发明专利。

图 46: POWERSTATE™ 无刷马达



资料来源: 公司公告、招商证券

图 47: REDLINK PLUS™ 增强型智能红联接系统



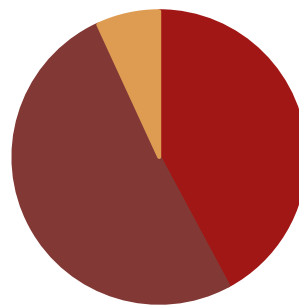
资料来源: 公司公告、招商证券

图 48: MX FUEL™ REDLITHIUM™ 红锂电池组



图 49: 公司专利数量达 362 个

■ 发明专利 ■ 外观专利 ■ 实用新型



资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 天眼查、招商证券

多样化电池平台满足不同需求，打造锂电系统生态。在三项技术的基础上，公司将不同产品通过电池平台实现链接，打造锂电系统，目前公司针对核心品牌 Milwaukee、Ryobi 分别打造六大锂电系统。Milwaukee 下属六大系统，M12 与 M18 为最早设立的电池生态系统，二者均为无绳系统，M12 适用于 12V 锂离子电池，相对而言产品尺寸较小，在小型项目或狭小空间中具备较为便捷的生产力；M18 适用于 18V 锂离子电池，运行速度较 M12 系统更快，同时产品生产效率高，适用于中型项目。M12 FUEL 与 M18 FUEL 是在 M12 与 M18 系统上的升级，采用更为强力的 POWERSTATE™ 无刷马达，功率与效能翻倍提升，运行速度也分别提升 100RPM、300RPM，适用于大中型项目。MX FUEL 则是目前 Milwaukee 最强力、效率最高的电池平台系统，其采用 POWERSTATE™ 无刷马达，结合 REDLINK PLUS™ 增强型智能红联接系统，搭配 FX FUEL 专属电池组（有 MXFC203 MX FUEL™ CP203 电池（轻型）+ MXFXC406 MX FUEL™ REDLITHIUM™ XC406 电池（重型）两种选择），三项技术打造超大型项目也可轻松应对的产品系列，产品可清除长达 60 米树根，具备最大 68J 的击打力和 152mm 孔洞的取芯能力。PACKOUT 则是满足产品在运输、存储过程中的需求，兼容所有工具，可以保护所有工具免受磨损、便于携带，实现真正的模块化。多样化电池平台针对不同应用场景的需求，可兼容产品达 439，产品兼容性不断提高，锂电系统生态持续优化。

图 50: Milwaukee 六大系统

系统名称	系统特点	使用技术	兼容产品	运行速度	代表产品	使用场景
M12	无绳系统，提供最大的耐用性和性能，尺寸较小，在狭小空间表现出色，提供具备便捷性生产力	先进马达技术； REDLINK™ 智能控制系统； REDLITHIUM™-ION 电池	135+	1700 RPM		小型项目
M12 FUEL	无刷系统，尺寸紧凑的动力、耐用性高，产品重量轻，符合人体工程学，便于携带，相比 M12 生产效率更高	POWERSTATE™ 无刷马达； REDLINK™ PLUS 智能控制系统； REDLITHIUM™-ION 电池		3600RPM		中型项目
M18	无绳系统，代表专业级功率、重量轻、极致性能和卓越人体工程学的终极协同	先进马达技术； REDLINK™ 智能控制系统； M18™ REDLITHIUM™ 电池	250+	1800 RPM		大型项目
M18 FUEL	无刷系统，相比 M18 具备更长的运行时间，更好的耐用性，更高的功率	POWERSTATE™ 无刷马达； REDLINK™ PLUS 智能控制系统； REDLITHIUM™-ION 电池； AUTO-STOP™ 控制模型		3,900RPM		大型项目
MX FUEL	无刷系统，相比 M12 FUEL、M18 FUEL 更为强力的电动工具，实现最佳整合的最大功率，锂电化系统。可清除长达 60 米的树根，68J 击打力，152mm 孔洞取芯能力	POWERSTATE™ 无刷马达； REDLINK™ PLUS 智能控制系统； MXFC203 MX FUEL™ CP203 电池（轻型）+ MXFXC406 MX FUEL™ REDLITHIUM™ XC406 电池（重型）	9+	—		超大型项目
PACKOUT	是一系列完全兼容且可定制的存储解决方案，可保护工具免受磨损，便于携带，实现真正的模块化	—	45+	—		不限

资料来源: 公司官网、公司公告、招商证券

Ryobi 下属六大系统，Ryobi 18V ONE+系统同样采用优质的无碳刷马达、先进的电子设备和高性能的 Ryobi 18V ONE+锂电池，开发出超过 260 款产品，为用户带来庞大的多元化选择，且 Ryobi 18V ONE+电池平台与 1996 年以来 Ryobi 工具和电池同样兼容。其中 Ryobi 18V ONE+ HP 系统是在原系统基础上使用高性能 Ryobi 18V HP 锂电池，其运行时间长四倍，功率多 30%，同时又保持着所有 18V 系列产品的兼容性；Ryobi 40 V 充电式系统采用 Ryobi 40 V 锂电池，与所有充电器兼容，运作时间持久，免去使用汽油式户外设备的不便，开发出超过 75 款工具；在 2021 年 Ryobi 新增了 Ryobi 80 V HP 系统，其 80V 锂电池的力量可以提供真正汽油性能和相当于 35 马力的动能，这一系统已经开发出 3 款无碳刷零转角骑乘式剪草机（30/42/54 英寸）；Ryobi 40 V HP WHISPER 系列为最宁静的户外园艺电动工具系列，充分利用充电式产品的便利，采用创新的降噪技术，运行时产生的噪音比同类产品低 85%，2021 年推出了这一系统的重点产品——40V HP 无碳刷 WHISPER 系列吹风机，运行噪音仅为 57 分贝；Ryobi LINK 组合存储系统为满足家居、工作现场运输与存储需求，包括多个组件；Ryobi 最新的 USB Lithium 系统，通过 USB 锂电池为一系列手持电动工具充电，大幅提高充电的便利，Ryobi 18 V ONE+平台与 USB Lithium 系统相互兼容，未来有望兼容更多产品，实现便携式充电。

图 51: Ryobi 六大系统

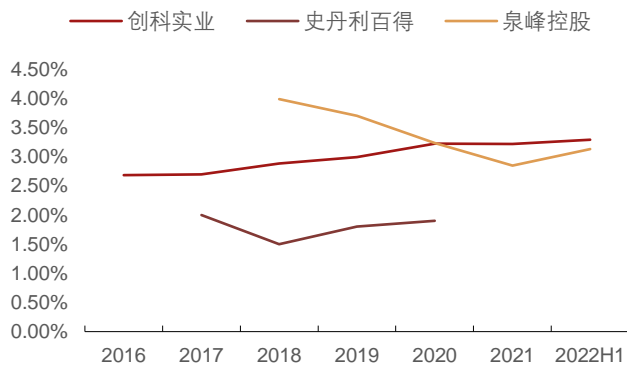


资料来源：公司公告、招商证券

积极投入研发费用，增聘技术人才。推出毛利率更高的新品是创科实业长期坚持的战略之一，为此公司投入大量研发费用，公司研发费率多年维持在 3% 左右，2021 年公司研发投入达 4.26 亿美元，研发费率达到 3.29%，超过同行业其他企业（泉峰控股 3.13%），始终高于相同体量级的同行业公司史丹利百得。随着锂电化进一步发展，公司视软件

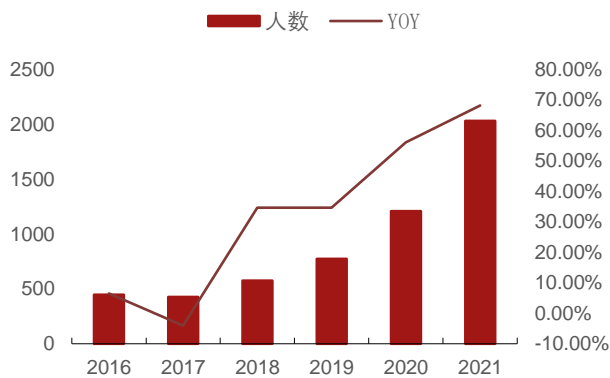
与电子工程为重中之重，增聘相关领域的工程师增强研发实力，且公司的领导才能发展计划（LDP）尤为重视软件与电子工厂专业人才的培养，通过 LDP 引进人才数量逐年增加，2021 年达 2031 人，同比增长 68.13%。在公司持续不断的人才与资源投入下，公司不断根据产品性能需求改进技术，由此推出性能更好、毛利率更优的新产品，促进产品更新迭代。

图 52：公司研发费用率高于平均水平



资料来源：公司公告、招商证券

图 53：通过 LDP 人才引进人数逐年增加



资料来源：公司公告、招商证券

### 3、渠道端：深度绑定家得宝，积极拓展线上线下销售渠道

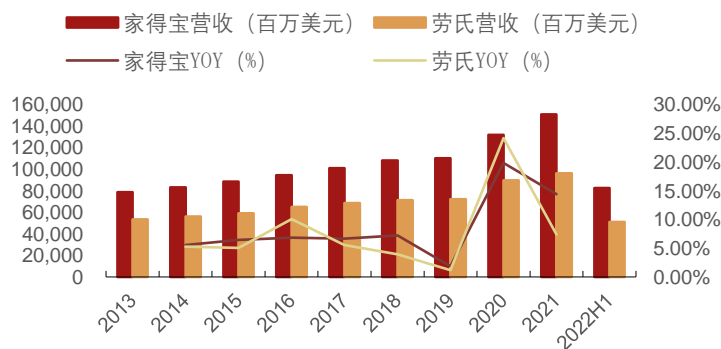
**线下：深度绑定家得宝，Pro 赛道有望成为新增长点。**动力工具目前主要销售市场集中在欧美，而得益于线下门店的专业性与体验感，欧美动力工具销售渠道主要以线下为主，根据 Statista 数据显示，2020 年美国电动工具销售渠道中 80.7%通过 B2B 模式，包括大型终端商如建材、百货、汽配超市等及经销商/代理商，仅有 19.3%通过 B2C 模式，包括直销及电商。而美国排名前两名的家居装饰零售商分别为家得宝（Home Depot）、劳氏（Lowe's），家得宝员工数、近 10 年营收、工具类营收都优于劳氏，面向美国、加拿大、墨西哥等市场。家得宝采用快速的地域布局策略，抢先布局优势地段，同时建立网络优势抢占在线市场份额，占领先机，因此家得宝与劳氏门店数仅相差 346 家，但家得宝 2021 年营收超劳氏一倍，市场份额占比达 26%，为全球领先的家居建材用品零售商。

表 8：美国前两名家居装饰零售商对比

	成立时间	门店数	单店面积	员工数	总收入(2021)	工具类收入	主要市场
家得宝	1978	2317	9662 m <sup>2</sup>	50 万左右	1511.6 亿美元	119.9 亿美元	美国、加拿大、墨西哥
劳氏	1921	1971	9804 m <sup>2</sup>	34 万左右	53.9 亿美元	53.9 亿美元	美国、加拿大

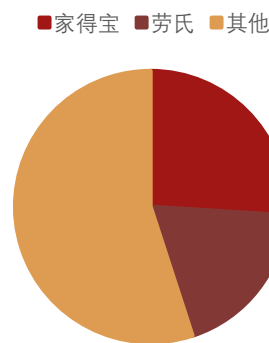
资料来源：公司官网、公司公告、招商证券

图 54：家得宝与劳氏营业收入对比



资料来源：Wind、招商证券

图 55：美国电动工具市场格局



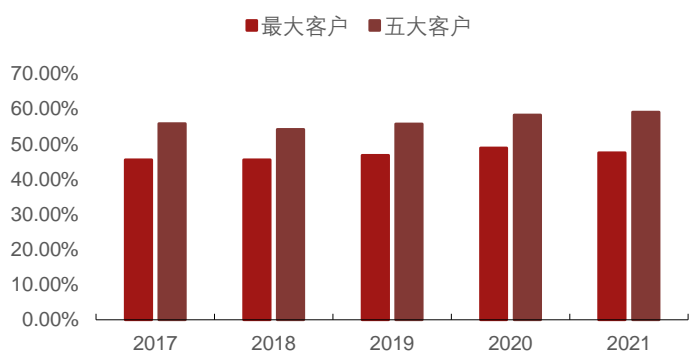
资料来源：TraQline、招商证券

公司通过与家得宝的深度合作，实现在美国市场的快速扩张。自公司 2000 年收购 Ryobi 业务之后，公司就与家得宝

建立起了长期合作关系。(1) 家得宝通过与公司的合作推出性能更为优越的产品吸引顾客，拉动营收增长。2002 年家得宝拥有公司旗下 Ryobi 品牌的独家销售权；2004 年至今，家得宝工具品类业务营收不断提升，其增速 (14.4%) 高于总营收增速 (13.0%)，年复合增长率达 11.2%；2021 年达 119.94 亿美元。(2) 公司得益于家得宝的助力业务稳步增长，截至目前公司入驻家得宝的品牌包括 Milwaukee、Ryobi、Empire 等，2021 年公司前五大客户占比 59.1%，仅家得宝 (第一大客户) 占比就高达 47.5%。

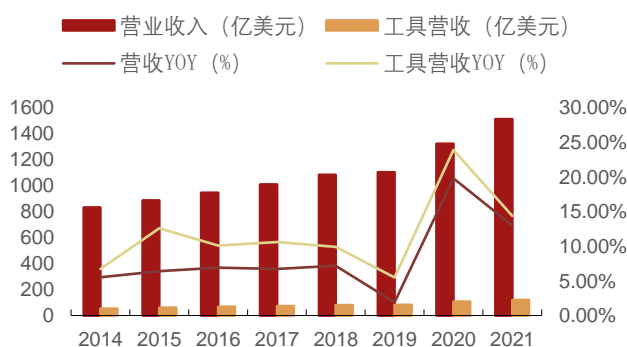
**Pro 赛道表现超预期，公司与家得宝强强联手有望迎来新的增长。**以往家得宝产品以 DIY 为主，占比约为 80%，Pro 占比仅为 20%，而在积极开发 Pro 产品渠道、加大 Pro 产品营销投入之后，Pro 产品销量明显增长，且上游多为专业型客户集中才买，针对某一项目或工程，得到认可后会有常规的周期性回购，且叠加房地产和疫情复工拉动，专业级/工业级电动工具市场广阔，Pro 赛道景气度持续提升。而家得宝的 Pro 产品中，Milwaukee 产品占比达到 60%-70%，电动工具门店 8-12 个货架中，Ryobi 占据 3-4 个货架，Milwaukee 占据 1-2 个货架，创科实业产品达半数，随着家得宝 Pro 赛道的蓬勃发展，创科实业有望迎来新一轮业绩增长。

图 56: 公司前五大客户与最大客户营收占比



资料来源: 公司公告、招商证券

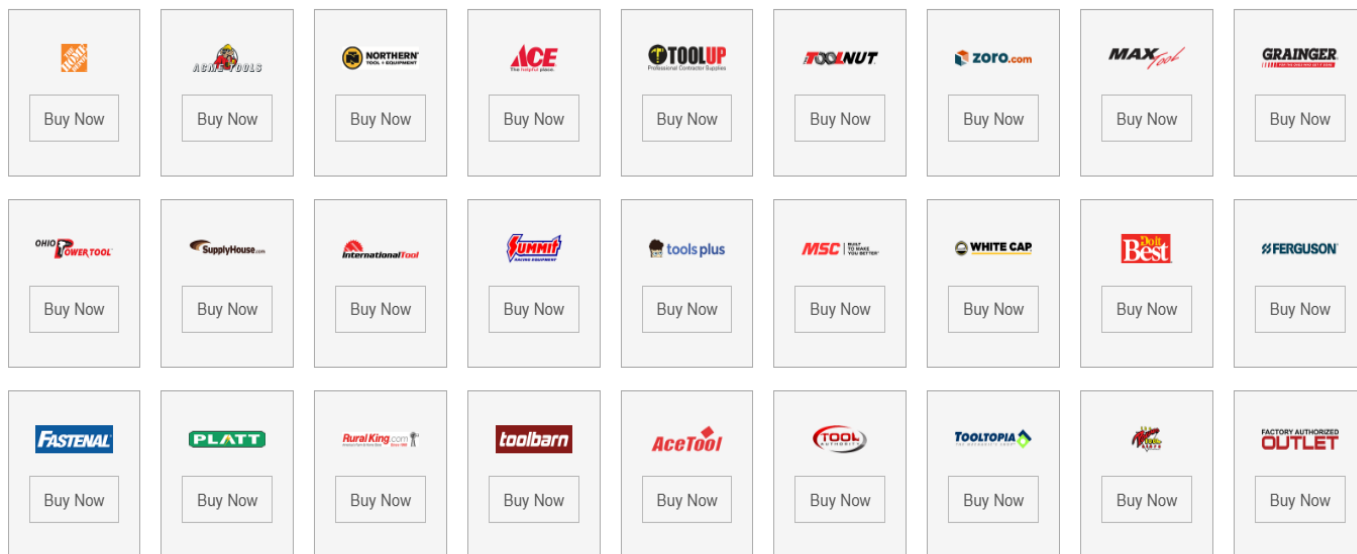
图 57: 家得宝工具业务营收增速高于总增速



资料来源: 公司公告、Wind、招商证券

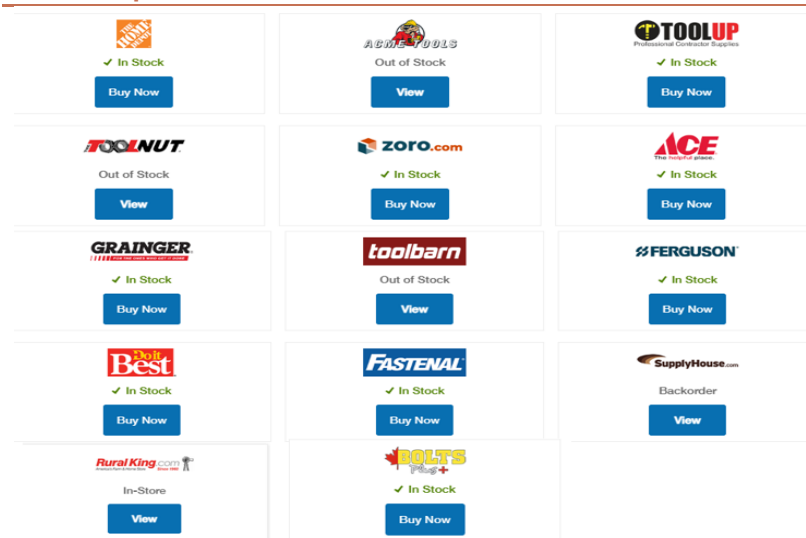
**线上: 积极合作大型经销商, 广泛布局。**在与家得宝渠道粘性保持的同时, 公司还与其他大型经销商开展积极合作, 构建更为全面的线下经销渠道。除 Ryobi 在家得宝独家销售之外, Milwaukee 在美国直接合作的经销商超 4000 家, 分销商门店达 5 万家, 包括大型龙头零售连锁 ACE Hardware、大型家居建材用品零售商 Lowe's 等; 消费级品牌 HART 则售卖于美国大型零售商超沃尔玛; Stiletto 在欧洲有 9 家销售分店; Kango 售卖于澳大利亚最大的家居建材和工具连锁商店 Bunnings Warehouse。随着美国电商渠道加速渗透, 创科实业也积极布局线上渠道, 其线上渠道主要包括经销商线上平台、Amazon 电商平台两大部分。由于产品主要面向中高端客户, 以经销商线上平台为主。Milwaukee 品牌入驻家得宝等 27 家经销商线上平台, 同时也运营于 Amazon; Ryobi、Homelite 在家得宝线上平台独家销售; Empire 运营于家得宝、TOOLUP、ZORO 等 13 家美国经销商线上平台与一家加拿大经销商线上平台 BOLTPLUS; Imperial Blades 运营于 ZORO、ACME Tools、ACE Hardware、Doit Best、Platt、Ridgeline Tool 6 家经销商线上平台; Hoover、Oreck、Dirt Devil 在公司官网即可购买。公司一方面加深与家得宝的紧密合作, 基于家得宝这一销售渠道拓深售卖的产品品类, 另一方面线上线下积极合作各类经销商, 密集铺设销售点, 双渠道构筑全面的销售渠道网络。

图 58: Milwaukee 入驻 27 家经销商线上平台



资料来源：公司官网、招商证券

图 59: Empire 入驻 14 家经销商线上平台



资料来源：公司官网、招商证券

## 四、盈利预测与投资建议

核心假设：

(1) 收入端：公司为电动工具及电动 OPE 龙头，产品矩阵完善，核心品牌效能突出，线下渠道优势明显，同时凭借锂电产品的研发更新及渠道拓展进一步巩固龙头地位。2022 年受下游需求和库存压力影响，整体增长有所放缓，电动工具业务中，预计 Milwaukee 仍贡献主要增量，而 DIY 及其他或受渠道去库存影响更为严重，整体呈现下滑趋势，因此预计 2022 年电动工具业务增速达 5.58%。随着工业级&专业级电动工具市场的增长预期，以及北美地区基建需求，预计公司以 Milwaukee 为主的 pro 产品增长会高于 Ryobi 等消费级产品增长，我们预计 2023-2024 年电动工具业务增长可达 11.29%/15.55%。地板护理及器具板块预计 2022 年同样受到去库存影响明显，呈下滑趋势，预计 2022-2024 年收入增长分别为-15%/3%/10%。

(2) 毛利率：公司历史毛利率保持稳步提升状态，一方面以 Milwaukee 为主的中高端品牌占比逐渐提升、产品不断推新带来较高毛利，另一方面运营效率和供应链管理持续提升，缓解成本端不利影响，因此我们预计公司将维持 0.3-0.5pct 的毛利率提升节奏，预计 2022-2024 年毛利率分别为 39.3%/39.7%/40.0%。

(3) 费用端：我们预计公司持续加大研发及销售投入，重视产品更新及渠道拓展，维持 0.1-0.3pct 的年均增长。

综合以上假设，我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 136.9/151.5/174.5 亿美元，同比增长 3.6%/10.6%/15.1%；归母净利润分别为 11.4/12.8/15.1 亿美元，同比增长 4.1%/12.0%/17.9%。

表 9：创科实业收入拆分

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	9823.11	13216.15	13694.79	15151.82	17446.36
YoY	27.95%	34.54%	3.62%	10.64%	15.14%
毛利率	38.3%	38.8%	39.3%	39.7%	40.0%
电动工具	8729.80	11960.90	12627.88	14053.24	16239.01
YoY	28.54%	37.01%	5.58%	11.29%	15.55%
收入占比	88.87%	90.50%	92.21%	92.75%	93.08%
地板护理及器具	1082.10	1242.30	1055.96	1087.63	1196.40
YoY	23.64%	14.80%	-15.00%	3.00%	10.00%
收入占比	11.02%	9.40%	7.71%	7.18%	6.86%
其他业务	11.21	12.95	10.95	10.95	10.95

资料来源：Wind、招商证券

#### 可比公司分析：

创科实业为全球领先的动力工具企业，我们选取史丹利百得、牧田和泉峰控股作为可比公司，其中史丹利百得和牧田为公司主要竞争对手，体量相对接近，业务重合度高；泉峰控股虽然体量较小，但在电动 OPE 领域已经成为公司的主要竞争对手，其余业务布局与渠道发展均具有相似性，并且同处港股市场。可比公司 2021 年平均 PE 为 13.41X，截至 2023 年 1 月 20 日，创科实业 2021-2023E 年对应 PE 为 20.07/17.70/15.20X，估值高于可比公司预计主要系创科实业产品渠道竞争优势带来的稳固龙头地位及稳健的成长性，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

表 10：可比公司估值比较

代码	公司	市值（亿元）	股价（元）	归母净利润（亿元）			PE		
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
SWK.N	史丹利百得	878	595.28	108.69	115.52	122.79	8.08	7.60	7.15
6586.T	MAKITA	497	178.61	33.66	33.93	34.20	14.76	14.65	14.53
2285.HK	泉峰控股	160	32.89	9.22	14.49	22.79	17.39	11.06	7.03
					平均值		<b>13.41</b>	<b>11.10</b>	<b>9.57</b>
0669.HK	创科实业	1566	85.87	70.07	81.50	92.95	20.07	17.92	15.20

资料来源：Wind、招商证券

## 五、风险提示

**海外需求不及预期：**2022 年疫情后行业红利消退，需求缩减，公司处于持续去库存状态，且自 2022 年末起北美及欧洲开始出现经济疲软，海外需求或将持续受到影响。

**新品研发销售不及预期：**新品研发及推出进展不及预期，或将影响产品销售。

**市场竞争加剧风险：**若同业或新进品牌在技术进展、渠道拓展等方面超越创科实业快速发展，则公司将面临更激烈的市场竞争。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万美元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	6340	9062	8545	9958	11981
现金及现金等价物	1534	1874	1143	1817	2655
交易性金融资产	27	110	110	110	110
其他短期投资	0	0	0	0	0
应收账款及票据	1315	1908	1977	2187	2518
其它应收款	231	310	321	355	409
存货	3224	4850	4984	5478	6276
其他流动资产	9	10	10	11	13
<b>非流动资产</b>	3050	3946	3639	3404	3225
长期投资	17	15	15	15	15
固定资产	1333	1853	1546	1311	1132
无形资产	1626	1980	1980	1980	1980
其他	75	97	97	97	97
<b>资产总计</b>	<b>9390</b>	<b>13008</b>	<b>12184</b>	<b>13362</b>	<b>15206</b>
<b>流动负债</b>	4081	6679	4748	4989	5706
应付账款	1785	2080	2138	2349	2692
应交税金	32	56	56	56	56
短期借款	387	2254	203	0	0
其他	1878	2288	2352	2583	2959
<b>长期负债</b>	1406	1606	1606	1606	1606
长期借款	940	1028	1028	1028	1028
其他	466	578	578	578	578
<b>负债合计</b>	<b>5487</b>	<b>8285</b>	<b>6354</b>	<b>6595</b>	<b>7312</b>
股本	673	683	683	683	683
储备	2732	3230	4039	5146	6084
少数股东权益	(0)	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	3903	4723	5830	6767	7893
<b>负债及权益合计</b>	<b>9390</b>	<b>13008</b>	<b>12184</b>	<b>13362</b>	<b>15206</b>

现金流量表

单位：百万美元	2020	2021	2022E	2023	2024E
<b>经营活动现金流</b>	1159	(101)	1560	1429	1419
净利润	801	1099	1144	1281	1510
折旧与摊销	404	427	456	383	328
营运资本变动	(143)	(1697)	(94)	(295)	(467)
其他非现金调整	97	70	55	61	49
<b>投资活动现金流</b>	(580)	(1025)	(141)	(142)	(135)
资本性支出	(617)	(1057)	(150)	(150)	(150)
出售固定资产收到现金	2	2	2	2	2
投资增减	2	2	0	0	0
其它	37	32	7	7	13
<b>筹资活动现金流</b>	(498)	1472	(2150)	(614)	(446)
债务增减	(245)	1858	(2052)	(203)	0
股本增减	9	8	0	0	0
股利支付	262	394	37	343	384
其它筹资	0	0	(62)	(68)	(62)
其它调整	(523)	(788)	(73)	(686)	(768)
<b>现金净增加额</b>	<b>122</b>	<b>341</b>	<b>(732)</b>	<b>674</b>	<b>838</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万美元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>总营业收入</b>	9823	13216	13696	15153	17447
主营收入	9812	13203	13681	15137	17429
营业成本	6059	8082	8306	9128	10458
<b>毛利</b>	3753	5122	5375	6009	6972
营业支出	2896	3943	4104	4586	5316
<b>营业利润</b>	868	1192	1285	1439	1673
利息支出	44	42	62	68	62
利息收入	37	32	12	12	18
权益性投资损益	0	0	(5)	(5)	(5)
其他非经营性损益	0	0	0	0	0
非经常项目损益	0	0	0	0	0
<b>除税前利润</b>	861	1182	1230	1378	1624
所得税	60	83	86	97	114
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>801</b>	<b>1099</b>	<b>1144</b>	<b>1281</b>	<b>1510</b>

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业收入	28%	35%	4%	11%	15%
营业利润	29%	37%	8%	12%	16%
净利润	30%	37%	4%	12%	18%
<b>获利能力</b>					
毛利率	38.2%	38.8%	39.2%	39.7%	40.0%
净利率	8.2%	8.3%	8.4%	8.5%	8.7%
ROE	20.5%	23.3%	19.6%	18.9%	19.1%
ROIC	16.1%	14.2%	17.0%	17.2%	17.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	58.4%	63.7%	52.2%	49.4%	48.1%
净负债比率	14.1%	25.2%	10.1%	7.7%	6.8%
流动比率	1.6	1.4	1.8	2.0	2.1
速动比率	0.8	0.6	0.7	0.9	1.0
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
存货周转率	2.3	2.0	1.7	1.7	1.8
应收帐款周转率	6.6	7.0	6.1	6.3	6.4
应付帐款周转率	4.1	4.2	3.9	4.1	4.1
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.44	0.60	0.62	0.70	0.82
每股经营现金	0.63	-0.06	0.85	0.78	0.77
每股净资产	2.13	2.57	3.18	3.69	4.30
每股股利	0.02	0.02	0.19	0.21	0.25
<b>估值比率</b>					
PE	28.6	20.9	20.1	17.9	15.2
PB	5.9	4.9	3.9	3.4	2.9
EV/EBITDA	20.5	16.3	15.4	14.7	13.4

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**赵中平：**香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

**刘丽：**对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

**毕先磊：**山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

**王鹏：**华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

**王梓旭：**中央财经大学硕士，2022年加入招商证券，任研究助理，研究方向为纺织服装。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。