

增持 (维持)

00669.HK 创科实业
港股通 (沪、深)
目标价: 140 港元
现价: 103.6 港元
预期升幅: 35%

2023 年 Pro 业务驱动稳健增长

2023 年 2 月 7 日

市场数据

日期	2023.2.7
收盘价(港元)	103.6
总股本(亿股)	18.35
总市值(亿港元)	1901
总资产(亿美元)	135.2
归母净资产(亿美元)	50.5
每股净资产(美元)	2.75

数据来源: Wind

相关报告

《受益美国复苏及基建计划,增长趋势持续》20210416

《全球无绳电动工具领导者》20210702

《业绩超预期,专业工具加速成长》20210812

《美联储加息对创科实业股价影响复盘》20220114

《前瞻性布局带动优势持续扩大》20220303

《创新引领,穿越周期》20220811

投资要点

- **2022 年回顾与预测, MILWAUKEE 高增速持续:** 22H1 公司总收入同比增长 10.0%, 按美元口径计算, 北美洲/欧洲/其他地区收入增速分别为 +10.5%/+5.4%/+15.1%。电动工具业务/地板护理和清洁业务收入同比变动 +14.9%/-17.8%; 电动工具品牌 MILWAUKEE/RYOBI 收入同比变动 +25.8%/低个位数增长。我们预计 2022H2 MILWAUKEE/RYOBI/地板护理和清洁业务收入分别将录得 43.68/23.76/5.83 亿美元, 分别同比变动 +20%/-5%/-12%。MILWAUKEE 得以维持较高增速主要受益于美国疫后工程量积压, RYOBI 销售预计同比下滑主要考虑到 22H2 DIY 业务整体需求仍偏弱, 以史丹利百得为例, 其在 22Q3/22Q4 受到 DIY 需求偏弱影响, 有机收入分别同比下滑 -2%/-5%。我们认为, 尽管在 2022 年大宗商品价格高企下, 公司仍能通过持续的新品推出及供应链能力, 2022 年实现毛利率同比 50 个基点增长, 预计 2022 年毛利率将录得 39.3%。
- **2023 年展望, 渠道库存优化带动 DIY 需求回暖, Pro 稳健增长:** 我们预计公司将在 2023 年实现总收入 10.5% 同比增长, 毛利率实现 50 个基点同比提升。其中 2023 年 MILWAUKEE 全年预计维持中双位数增速, RYOBI 预计维持中单位数增速, 主要将得益于渠道库存持续优化, 家得宝 22Q3 期末库存周转率为 4.3, 2021 年同期为 5.4, 在供应链终中断情况好转及主动去库存后, 有望拉动 DIY 电动工具及家电销售, 同时消费者信心回暖亦将带来正面刺激。
- **我们的观点:** MILWAUKEE 系列产品已做到无绳 PRO 领域市占率第 1 名, 将持续受益于产品矩阵扩大带来的平台领先优势, 并将成为 2022-2023 年驱动公司成长的主要因素, 收入占比预计将从 2022H1 的 58% 持续提升至 22H2 的 65%。我们预计 2022-2024 年的营业收入将分别达到 143.6、158.7 及 178.9 亿美元, 同比增长 8.8%、10.5% 及 12.7%。净利润分别达 12.0、13.4 及 16.0 亿美元, 同比增长 9.0%、11.8% 及 19.4%。维持“增持”评级, 目标价 140 港元, 目标价对应 2022-2024 年 27、25、21 倍 PE。
- **风险提示:** 1) 原材料价格波动; 2) 中美贸易政策影响; 3) 汇率变动; 4) 市场竞争加剧。

海外消费研究

分析师:

宋婧茹

songjingru@xyzq.com.cn

SFC: BQI321

SAC: S0190520050002

联系人:

陈雅雯

chenyawen@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万美元)	13,203	14,361	15,872	17,892
同比增长(%)	34.6	8.8	10.5	12.7
净利润(百万美元)	1,099	1,198	1,339	1,599
同比增长(%)	37.2	9.0	11.8	19.4
毛利率(%)	38.8	39.3	39.8	40.3
ROE	25.5	23.6	22.9	23.7
每股收益(美仙)	60.0	65.5	73.2	87.4
市盈率(收盘价)	22.1	20.3	18.2	15.2

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

报告正文

- **2022 年回顾与预测，MILWAUKEE 高增速持续：**22H1 公司总收入同比增长 10.0%，按美元口径计算，北美洲/欧洲/其他地区收入增速分别为 +10.5%/+5.4%/+15.1%。电动工具业务/地板护理和清洁业务收入同比变动 +14.9%/-17.8%；电动工具品牌 MILWAUKEE/RYOBI 收入同比变动+25.8%/低个位数增长。我们预计 2022H2 MILWAUKEE/RYOBI/地板护理和清洁业务收入分别将录得 43.68/23.76/5.83 亿美元，分别同比变动+20%/-5%/-12%。MILWAUKEE 得以维持较高增速主要受益于美国疫后工程量积压，RYOBI 销售预计同比下滑主要考虑到 22H2 DIY 业务整体需求仍偏弱，以史丹利百得为例，其在 22Q3/22Q4 受到 DIY 需求偏弱影响，有机收入分别同比下滑 -2%/-5%。我们认为，尽管在 2022 年大宗商品价格高企下，公司仍能通过持续的新品推出及供应链能力，2022 年实现毛利率同比 50 个基点增长，预计 2022 年毛利率将录得 39.3%。
- **2023 年展望，渠道库存优化带动 DIY 需求回暖：**我们预计公司将在 2023 年实现总收入 10.5% 同比增长，毛利率实现 50 个基点同比提升。其中 2023 年 MILWAUKEE 全年预计维持中双位数增速，RYOBI 预计维持中单位数增速，主要将得益于渠道库存持续优化，家得宝 22Q3 期末库存周转率为 4.3，2021 年同期为 5.4，在供应链终中断情况好转及主动去库存后，有望拉动 DIY 电动工具及家电销售，同时消费者信心回暖亦将带来正面刺激。
- **我们的观点：**MILWAUKEE 系列产品已做到无绳 PRO 领域市占率第 1 名，将持续受益于产品矩阵扩大带来的平台领先优势，并将成为 2022-2023 年驱动公司成长的主要因素，收入占比预计将从 2022H1 的 58% 持续提升至 22H2 的 65%。我们预计 2022-2024 年的营业收入将分别达到 143.6、158.7 及 178.9 亿美元，同比增长 8.8%、10.5% 及 12.7%。净利润分别达 12.0、13.4 及 16.0 亿美元，同比增长 9.0%、11.8% 及 19.4%。维持“增持”评级，目标价 140 港元，目标价对应 2022-2024 年 27、25、21 倍 PE。
- **风险提示：**1) **原材料价格波动：**锂电池、马达等购入成本过高将可能导致毛利率不达预期增速；2) **中美贸易政策影响：**美国关税或将持续影响 TTI 电动工具生产成本，全球布局生产基地仍然紧迫；3) **汇率变动：**美元、欧元等兑港元贬值将影响 TTI 经营损益，或导致经营业绩不达预期，溢出效应或同时影响临近国家出口贸易；4) **市场竞争加剧：**可能导致 TTI 市场份额被侵蚀，议价能力下降等。

资产负债表					利润表				
单位: 百万美元					单位: 百万美元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	9,062	10,320	10,214	11,532	营业收入	13,203	14,361	15,872	17,892
存货	4,850	4,850	4,347	4,859	营业成本	8,082	8,724	9,563	10,690
退回商品权利的资产	10	10	10	10	毛利润	5,122	5,637	6,309	7,201
销售账款及其他应收账	2,022	2,200	2,431	2,495	销售费用	2,165	2,377	2,635	2,979
订金及预付款项	151	151	151	151	管理费用	1,352	1,470	1,625	1,832
银行结余、存款及现金	1,874	2,956	3,121	3,862	营业利润	1,605	1,790	2,049	2,391
非流动资产	3,946	4,559	4,984	5,299	财务费用	42	116	113	99
物业、厂房及设备	1,853	2,288	2,662	2,982	税前盈利	1,182	1,288	1,440	1,720
使用权资产	553	553	553	553	所得税	83	90	101	120
商誉	577	577	577	577	净利润	1,099	1,198	1,339	1,599
无形资产	850	1,027	1,079	1,074	少数股东损益	0.1	-0.2	-0.2	-0.2
资产合计	13,008	14,879	15,198	16,830	归属母公司净利润	1,099	1,198	1,339	1,600
流动负债	6,679	7,776	7,233	7,844	EPS (美元)	0.60	0.65	0.73	0.87
采购账款及其他应付账	3,992	4,342	4,799	5,409	主要财务比率				
应付票据	48	48	48	48	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
非流动负债	1,606	1,657	1,711	1,768	成长性 (%)				
租赁负债	439	439	439	439	营业收入增长率	34.6	8.8	10.5	12.7
无抵押借款-于一年后到期	1,028	1,080	1,134	1,190	营业利润增长率	37.2	9.0	11.8	19.4
退休福利责任	76	76	76	76	净利润增长率	37.2	9.0	11.8	19.4
递延税项负债	14	14	14	14	盈利能力 (%)				
负债合计	8,285	9,434	8,945	9,612	毛利率	38.8	39.3	39.8	40.3
母公司拥有人应占权益	4,723	5,446	6,254	7,219	净利率	8.3	8.3	8.4	8.9
股本	683	683	683	683	ROE	25.5	23.6	22.9	23.7
储备	4,039	4,762	5,570	6,536	偿债能力				
非控股权益	0	0	0	-1	资产负债率 (%)	63.7	63.4	58.9	57.1
股东权益合计	4,723	5,445	6,253	7,218	流动比率	1.4	1.3	1.4	1.5
负债及权益合计	13,008	14,879	15,198	16,830	速动比率	1.0	1.0	1.1	1.1
现金流量表					营运能力 (次)				
单位: 百万美元					资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.1
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	应收账款周转率	6.5	6.5	6.5	7.2
除所得税开支前溢利	1,182	1,288	1,440	1,720	每股资料				
物业、厂房及设备折旧	520	265	327	380	每股收益 (美元)	0.60	0.65	0.73	0.87
无形资产摊销	186	122	148	156	每股股息 (美仙)	23.8	26.0	31.8	31.8
存货减少/ (增加)	-1,626	0	503	-512	估值比率 (倍)				
贸易应收款项减少/ (增加)	-655	-177	-231	-64	PE (收盘价)	22.1	20.3	18.2	15.2
经营活动产生现金流量	248	1,758	2,542	2,169	PB (收盘价)	4.0	3.5	3.0	2.6
投资活动产生现金流量	0	-1,000	-900	-850					
融资活动产生现金流量	1,520	324	-1,477	-578					
现金净变动	1,767	1,081	165	741					
现金的期初余额	1,534	1,874	2,956	3,121					
现金的期末余额	1,874	2,956	3,121	3,862					

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与旷世控股有限公司、宁波旷世智源工业设计股份有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、建发物业发展集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、堃博医疗控股有限公司、郑州航空港兴港投资集团有限公司、和誉开曼有限责任公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、河南铁路投资有限责任公司、青岛开发区投资建设集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、环龙控股有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、交运燃气有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、东台市交通投资建设集团有限公司、江苏泉开投资发展集团有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、珠海华发实业股份有限公司、泰兴市智光环保科技有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、淮安市投资控股集团集团有限公司、周口市城建投资发展有限公司、丹阳投资集团有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、青岛胶州湾发展集团有限公司、绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司、兴业银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、珠海华发集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、中原证券股份有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、湖州吴兴经开投资建设发展集团有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、临沂投资发展集团有限公司、江苏腾海投资控股集团集团有限公司、集友银行有限公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、南京未来科技城经济发展有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、南洋商业银行有限公司、中国长城资产(国际)控股有限公司、China Great Wall International Holdings VI Limited、岳阳市城市建设投资集团有限公司、浙江长兴金融控股集团集团有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、重庆市南岸区城市建设发展(集团)有限公司、淮安市交通控股集团集团有限公司、四海国际投资有限公司、无锡恒廷实业有限公司、重庆市合川城市建设投资(集团)有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、长沙金霞新城城市发展有限公司、太原国有投资集团有限公司、山东高速集团有限公司、Coastal Emerald Limited、新奥能源控股有限公司、新奥天然气股份有限公司、湖州燃气股份有限公司、溧源国际有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、临沂城市发展国际有限公司、临沂城市发展集团有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、青岛城市建设投资(集团)有限责任公司、香港国际(青岛)有限公司、西安市灞桥投资控股集团集团有限公司、山东仙境控股有限公司、蓬莱阁(烟台市蓬莱区)旅游有限责任公司、宁波市海曙开发建设投资集团有限公司、恒源国际发展有限公司、济南高新控股集团集团有限公司、绍兴市柯桥区建设集团有限公司、江苏句容投资集团有限公司、广州产业投资基金管理有限公司、Higher Key Management Limited、镇江交通产业集团有限公司、天津滨海新区建设投资集团有限公司、兆海投资(BVI)有限公司、漳州圆山发展有限公司、山海(香港)国际投资有限公司、连云港港口集团、厦门象屿集团有限公司、香港象屿投资有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、邵东市城市发展集团有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、郑州城建集团投资有限公司、镇江文化旅游产业集团有限责任公司、晋城市国有资本投资运营有限公司、郑州地产集团有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司、江苏中关村控股集团(国际)有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团集团有限公司、百德医疗投资控股有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、润歌互动有限公司、东方资本有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、铜陵市国有资本运营控股集团集团有限公司、历城国际发展有限公司、济南历城控股集团集团有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、多想云控股有限公司、嵊州市交通投资发展集团有限公司、长沙先导投资控股集团集团有限公司、新昌县交通投资集团有限公司、龙口市城乡建设投资发展有限公司、XL(BVI) INTERNATIONAL DEVELOPMENT LIMITED、杭州上城区国有资本运营集团有限公司、Zhejiang Kunpeng(BVI) Company Limited、CICC Hong Kong Finance 2016 MTN Limited、中国国际金融(国际)有限公司、中国国际金融股份有限

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

公司、上饶投资控股国际有限公司、上饶投资控股集团有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、国晶资本 bvi 有限公司、中国国新控股有限责任公司、国贸控股(香港)投资有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、东台市国有资产经营集团有限公司、德阳发展控股集团有限公司、交银租赁管理香港有限公司、交银金融租赁有限责任公司、台州市黄岩经济开发集团有限公司、澳门国际银行股份有限公司、成都陆港枢纽投资发展集团有限公司、泰兴市中兴国有资产经营投资有限公司、平度市城市开发集团有限公司、温州名城建设投资集团有限公司、Taishan City Investment Co.,Ltd、益阳市赫山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、民生银行(MINSHENG BANK)、南京银行南通分行、如皋市经济贸易开发有限公司、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、四川港荣投资发展集团有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、高密市交运天然气有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者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口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元
邮编: 200135	邮编: 100020
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn
深圳	香港(兴证国际)
地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼	地址: 香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编: 518035	传真: (852) 35095929
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: ir@xyzq.com.hk