

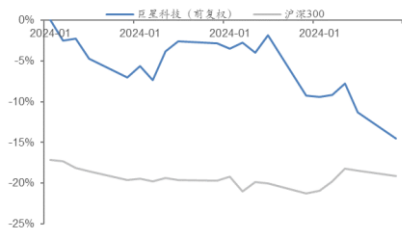
OBM 与 ODM 双轮驱动，领跑国内工具行业全球化布局

投资评级：增持（首次）

报告日期：2024.02.19

收盘价（元）	21.52
近 12 个月最高/最低（元）	23.42/18.54
总股本（百万股）	1202.50
流通股本（百万股）	1151.23
流通股比例（%）	95.74
总市值（亿元）	258.78
流通市值（亿元）	247.75

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：张帆

执业证书号：S0010522070003

邮箱：zhangfan@hazq.com

主要观点：

● ODM 转型 OBM，提升全球竞争力

公司成立于 1993 年，是全球领先的工具企业，产品涵盖手动工具、电动工具、气动紧固工具、激光测量工具、激光雷达、工具柜、工业存储柜、工业吸尘器等。自 2016 年后，公司通过收购海外多个品牌，为巨星科技带来了立竿见影的品牌效应，也使得公司从单一的生产制造商转型为拥有多元化产品组合的国际品牌运营商，OBM 业务营收占比逐年提升。截止至 2023 年，公司半年报显示 OBM 业务营收占比已高达 48.93%，自有品牌进一步提升国际竞争力，为公司的长期稳健发展提供了保证。

● 动力工具打开新成长极，把握工具行业未来趋势

根据弗若斯特沙利文的报告，从 2018 年到 2022 年，全球工具市场经历了稳定增长，市场规模从 820 亿美元增长到 1030 亿美元，复合增长率 5.9%，其中全球动力工具市场规模将从 2020 年的 392 亿美元增长至 2025 年的 513 亿美元，年均复合增长率 5.5%。动力工具作为公司继激光、箱柜后全新的业务线，公司将整合国内优质的锂电资源，有序推进具有自身特色的动力工具产品，未来将成为公司的第二增长曲线。

受益于北美去库存结束，以及北美房地产需求回暖，工具行业有望在北美迎来修复，北美作为公司最大市场有望带来公司业绩稳步提升。根据高盛统计，新建房屋销售量预计将从 2023 年的 68 万套逐步增加到 2027 年的 85.8 万套，而现有房屋销售量也将从 2023 年的 409.2 万套下降到 2024 年的 383.4 万套，然后在 2025 年反弹至 424 万套，并在随后的两年内继续增长。旧房改造带来各类工具的需求激增，同时随着降息预期的增加新增房地产也将带来工具市场的需求增加。

● 特色业务静待花开，激光业务+现金收购 TESA

公司激光业务，致力于开发工具车辆、城市移动空间和 BIM 测量所需要的传感器、激光雷达、光机电模组以及配套测试、测量软件，为推动我国工业化和 IOT 产业化做出贡献。随着自动驾驶的普及，公司激光雷达产品以及自动驾驶配套解决方案有望成为公司潜在增长点。

公司于 2023 年 12 月 20 日发布公告通过现金支付方式收购海克斯康集团持有的 TESA Group 全部资产，本次收购旨在布局机器人零部件加工必须的 μ 级高精度测量工具，完善公司现有产品线，扩充工业级产品客户。该业务在公司未来全球化布局将发挥重要作用，成为公司值得关注的特色业务。

● 投资建议

我们看好公司长期稳健发展，预测 2023-2025 年营业收入为 114.10/136.00/162.06 亿元；2023-2025 年预测归母净利润分别为 17.39/20.58/24.36 亿元；2023-2025 年对应的 EPS 为 1.45/1.71/2.03 元。公司当前股价对应的 PE 为 15/13/11 倍，首次覆盖给予“增持”投资评级。

● 风险提示

1) 技术研发突破不及预期; 2) 下游需求不及预期; 3) 贸易摩擦及汇率波动的风险; 4) 原材料成本大幅波动影响毛利率; 5) 市场竞争加剧影响毛利率的风险。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	12,610.2	11,410.2	13,600.2	16,206.4
收入同比(%)	15.5%	-9.5%	19.2%	19.2%
归属母公司净利润	1,420	1,739	2,058	2,436
净利润同比(%)	11.8%	22.5%	18.3%	18.4%
毛利率(%)	26.5%	31.0%	30.5%	30.0%
ROE(%)	10.4%	11.8%	12.6%	13.2%
每股收益(元)	1.18	1.45	1.71	2.03
P/E	18.23	14.88	12.57	10.62
P/B	1.93	1.79	1.61	1.43
EV/EBITDA	37.93	30.07	26.38	22.51

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 品牌与技术双轮驱动，全球手工具隐形冠军	6
1.1 从 ODM 转型 OBM，专注工具研发生产和销售	6
1.2 股权高度集中，公司管理层稳定性与专业性兼备	8
1.3 公司财务状况	10
2 工具行业千亿级市场下游需求逐渐回暖	13
2.1 手工具与存储箱：市场规模稳定增长，欧美是主要消费地	14
2.2 动力工具与激光测距：电动工具市场空间广阔，主流产品转向无绳锂电工具	15
2.3 工具行业渠道壁垒高，行业呈现集中趋势	17
2.4 北美去库存即将结束，市场需求企稳	18
2.5 北美房车市场利好工具行业市场需求	19
3 巨星科技核心竞争力所在	22
3.1 创新与国际化	22
3.2 渠道和供应链	24
3.3 自主创建+并购造就 OBM 品牌矩阵	26
3.4 公司发力动力工具行业，助力取得营收取得突破	28
4 投资建议	31
4.1 基本假设与营业收入预测	31
4.2 估值和投资建议	31
风险提示	32

图表目录

图表 1 公司旗下主要工具品牌.....	6
图表 2 巨星科技旗下品牌 SHOP-VAC 产品图.....	7
图表 3 巨星科技发展历程.....	8
图表 4 巨星科技股权结构.....	9
图表 5 公司主要董事会人员情况.....	9
图表 6 公司 2019-2022 年营收 CAGR=23.93%.....	11
图表 7 公司 2019-2022 年归母净利润 CAGR=16.62%.....	11
图表 8 2020 年-2022 年公司营业收入.....	11
图表 9 2016-2022 年公司毛利率和净利率.....	12
图表 10 2018-2022 年公司各项期间费用率.....	12
图表 11 2018-2022 年公司期间总费用及期间总费用率.....	12
图表 12 2021 年全球市场手动与动力工具占比.....	13
图表 13 2021 五金工具市场行业格局.....	13
图表 14 2016-2022 手工具与动力工具市场规模.....	14
图表 15 2016-2022 手工具市场规模.....	14
图表 16 2021 手工具市场 CR3.....	14
图表 17 巨星科技存储箱柜产品图.....	15
图表 18 2018-2021 年存储箱柜业务营收.....	15
图表 19 2016-2021 全球电动工具出货量.....	15
图表 20 2021 年全球电动工具市场区域分布情况.....	15
图表 21 2021 动力工具市场 CR3.....	16
图表 22 2016-2021 全球电动工具锂电池出货量.....	16
图表 23 2016-2021 全球测距仪销售额变化情况.....	17
图表 24 2018-2021 年激光测量仪器业务营收.....	17
图表 25 2010 以来 STANLEY BLACK & DECKER 重要并购事件.....	18
图表 26 2021Q1-2023Q3 HOMEDEPOT 库存同比增长率.....	18
图表 27 2021Q1-2023Q3LOWE'S 库存与同比增长率.....	18
图表 28 2019-2022 年公司 OBM 与 ODM 毛利率情况.....	19
图表 29 公司各地区营业收入占比.....	19
图表 30 美国按揭利率走势.....	20
图表 31 北美房市预计走势.....	20
图表 32 北美乘用车平均车龄.....	21
图表 33 公司优秀创新产品.....	22
图表 34 公司五大研发基地.....	23
图表 35 2022 年公司研发人员情况.....	23
图表 36 2022 年公司研发投入情况.....	24
图表 37 2022 年公司前五大客户销售占比.....	24
图表 38 巨星全球制造基地.....	25
图表 39 越南巨星制造基地.....	25
图表 40 巨星科技泰国基龙工厂.....	25
图表 41 2010 以来公司重要并购事件.....	26

图表 42 TESA 高精度测量工具产品图	27
图表 43 公司 OBM 与 ODM 营收占比情况.....	28
图表 44 2016-2021 全球电动工具市场行业规模情况.....	29
图表 45 2022 年全球新增投运新型储能项目的地区分布	29
图表 46 可比公司	31

1 品牌与技术双轮驱动，全球手工具隐形冠军

1.1 从 ODM 转型 OBM，专注工具研发生产和销售

杭州巨星科技股份有限公司，成立于 1993 年，是亚洲最大、全球第三的手工具制造企业，于 2010 年在深圳证券交易所上市（股票代码：002444）。自创立伊始，巨星科技即致力于手动工具产品的研究、制造及销售活动，在巩固并提升其核心业务的基础上，公司积极拓展激光测量仪器和工业存储解决方案等优势领域的非手动工具类产品线。

巨星科技长期致力于自有品牌的打造和发展，同时通过收购细分领域知名品牌强化品牌优势。目前公司旗下有 ARROW、PONY、JORGENSEN、Goldblatt 等多个百年品牌，产品广泛应用于家庭、旅游、军事、制造加工业、修理业和建筑业等多个领域，是 Home Depot 和 Walmart 等大型连锁终端在亚洲最大的工具五金供应商之一。

图表 1 公司旗下主要工具品牌

品牌	相关产品类型	简介
WORKPRO	手动/机修工具、电动/气动工具、激光测量激光雷达、箱柜存储设备、专业吸尘设备	WORKPRO 创建于 2009 年，是巨星科技自主创立的第一个全品类综合性工具品牌。
SK Tools	手动/机修工具、箱柜存储设备	SK 成立于 1914 年，是美国百年高端手工具品牌。
DuraTech	手动/机修工具、电动/气动工具、箱柜存储设备	DuraTech 专注于生产高品质、专业级的机修工具。
EverBrite	手动/机修工具	EverBrite 品牌创建于 2011 年，是公司第一个全品类 DIY 照明工具品牌，拥有 300 种以上不同的产品。
SWISS+TECH	手动/机修工具	SWISS+TECH 创建于 1994，专注于满足市场上更小更紧凑的多用工具的需求。
ARROW	手动/机修工具、电动/气动工具	ARROW 品牌创建于 1929 年，是美国手动、电动射钉枪和耗材百年品牌。
SHEFFIELD 钢盾	手动/机修工具、电动/气动工具、激光测量激光雷达、箱柜存储设备	Sheffield 钢盾品牌创建于 2010 年，拥有四大系列：五金工具系列、智能及环保系列、工业存储系列、劳保耗材类系列，近 4000 种产品。
Goldblatt	手动/机修工具	Goldblatt 品牌成立于 1885 年。致力于为消费者提供高品质的家装工具。
PONY JORGENSEN	手动/机修工具	Pony Jorgensen 成立于 1903 年。品牌诞生之初，致力于生产优质的木工工具，尤其是夹具类产品。
Scruffs	手动/机修工具	Scruffs，2003 年成立于英国约维尔，是欧洲领先的工作服和安全鞋品牌。
BeA	电动/气动工具	BeA 创立于 1910 年，着力于气动钉

		枪及紧固件产品的技术革新，持续引领工业级紧固行业的发展。
PREXISO	激光测量激光雷达	普瑞测 (PREXISO) 创建于欧洲瑞士，是激光测量/测绘领域的领先品牌。
OLEI	激光测量激光雷达	欧镭激光，是巨星科技旗下专业激光雷达的开发商和制造商。
LISTA	箱柜存储设备	LISTA 成立于 1945 年，是全球工业级存储解决方案领先品牌。
Shop-vac	专业吸尘设备	Shop-Vac 是一家创立于 1953 年的北美干湿吸尘器领域领导品牌和制造商，主要产品包括用于消费和商业用途的干湿真空吸尘器及配件、车载吸尘器等。

资料来源：公司官网，华安证券研究所整理

图表 2 巨星科技旗下品牌 shop-vac 产品图



资料来源：巨星科技 2022 年年报，华安证券研究所整理

巨星科技自成立以来，历史脉络可概括为两个重要的发展阶段：

第一阶段 (1993-2015 年)：公司创立与 ODM (客户品牌) 代工阶段

1993 年 7 月，巨星科技的前身巨星工具成立，确立了以 ODM 为核心，专注于手工工具制造的业务模式。在早期发展阶段，公司主要通过为海外客户提供 OEM (品牌代工) 和 ODM 服务来积累资本和生产经验，并开始探索 OBM (自有品牌) 的发展。在这一时期，巨星科技凭借其在创新和生产效率方面的卓越表现，以代工的形式成功打入欧美市场，实现了显著的盈利，并成为欧美大型手工工具零售商的重要亚洲供应商。同时在 2009 年推出公司的第一个自有品牌 Workpro，开始尝试探索 OBM。根据公司招股说明书与年度报告，巨星科技的营业收入从 2009 年的 15.6 亿元增长到 2015 年的 31.76 亿元，复合增长率约为 9.85%。

在 ODM、OEM 业务稳步发展的同时，公司也在筹划业务模式转型，通过提高 OBM 占比来为公司带来更大的发展潜力和市场影响力。由于手工工具生产的资本开支相对较低，公司能够将大部分利润转化为自由现金流。根据公司 2015 年年报，巨星科技的货币资金总额达到了近 18.94 亿元，约占总资产的 34%，为巨星科技的战略并购和自

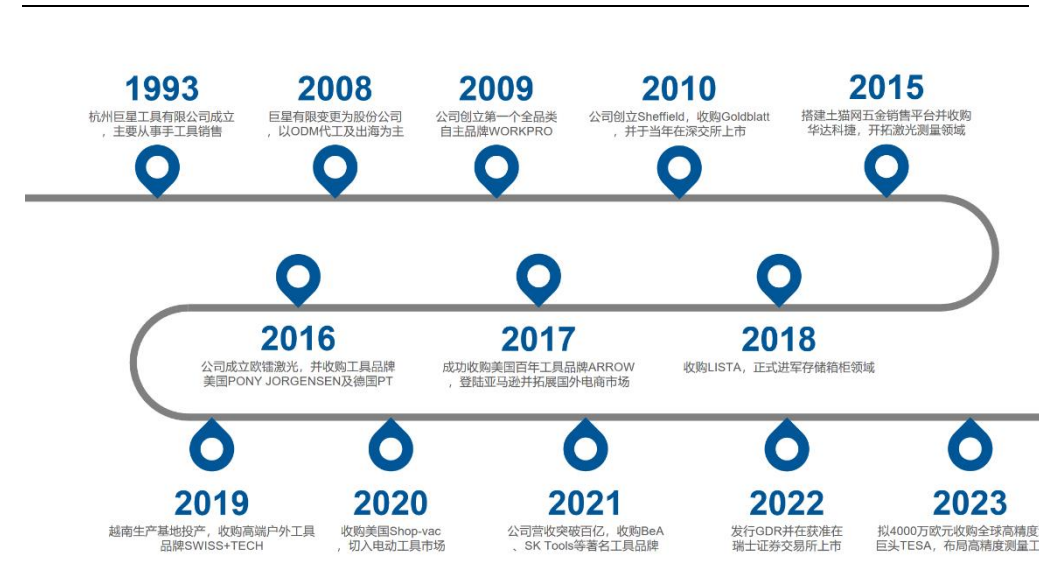
有品牌发展打下了坚实的经济基础。

第二阶段 (2016-至今): 战略并购与发展自有品牌阶段

迈入 2016 年后, 巨星科技开启了品牌战略的新篇章, 通过积极发展自有品牌, 并展开一系列的并购活动来增加 OBM 的收入比重。为丰富产品线, 增强公司在全球市场的竞争力, 公司于 2016 年成立欧镭激光, 并于之后几年陆续收购了多个国际知名品牌, 如美国的 ARROW、SWISS+TECH、Shop-Vac、SK, 以及欧洲的 BeA 等。其中, 公司于 2018 年, 2019 年先后收购欧洲高端专业工作存储解决方案龙头企业 Lista 公司与北美最大的门窗五金公司 Prime-Line, 继承了这两家公司在欧美市场完整的分销体系与服务能力, 进一步保证了公司在欧美市场的渠道优势。这些战略性的收购行为, 为巨星科技带来了立竿见影的品牌效应, 也使得公司从单一的生产制造商转型为拥有多元化产品组合的国际品牌运营商。

巨星科技持续战略并购的成效反应在企业年报上, 就是 OBM 收入占营业收入的比重持续提升。到 2019 年, 这个比例提升至 30%, 并于 2022 年首次突破到 40% 以上。根据 2023 年半年报, 巨星科技 OBM 收入已经达到了 25.66 亿, 占营业收入的 48.93%, 与 ODM 收入占比相差不足 2%。

图表 3 巨星科技发展历程

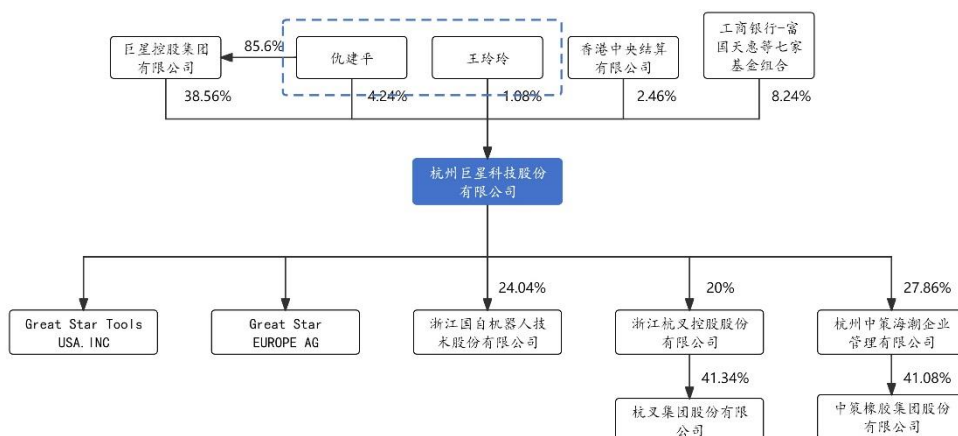


资料来源: 巨星科技官微, 华安证券研究所整理

1.2 股权高度集中, 公司管理层稳定性与专业性兼备

巨星科技的股权结构呈现出集中稳定的特点。截至 2023 年第三季度, 公司的实际控制人与最终受益人仇建平直接持有巨星科技 4.24% 的股份; 其妻子王玲玲直接持有 1.08% 的股份; 大股东巨星控股直接持有公司 38.56% 的股份, 仇建平直接持有巨星控股 85.6% 的股权。基于王玲玲为仇建平的一致行动人, 仇建平直接持有公司股份、并通过控制巨星控股以及王玲玲与其一致行动合计实际支配公司股份表决权为 38.33%, 超过 30%。此外, 巨星科技还在欧美两地设有分公司管理海外品牌, 以参股的形式取得国自机器人 24.04% 股权, 间接持有上市公司杭叉集团约 8.27% 的股份, 中策橡胶约 11.44% 的股权。

图表 4 巨星科技股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

巨星科技的管理层团队在行业内从事多年，经验丰富，稳定性强。公司创始人仇建平先生拥有深厚的机械专业背景和多年行业经验，自 2008 年起担任公司董事长，具备丰富的管理经验和前瞻的行业视野。高管团队成员均在公司工作多年，熟悉相关业务，长期合作，稳定性强，凝聚力和专业化兼备。

图表 5 公司主要董事会人员情况

姓名	职务	经历
仇建平	董事、董事长	1962 年 1 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士学历，曾先后任职于杭州二轻研究所、浙江省机械进出口公司；1993 年至 2008 年 6 月，历任杭州巨星科技有限公司及其前身董事长；2008 年 7 月至今，任巨星科技董事长、巨星控股董事长；2011 年 3 月至今，任杭叉集团股份有限公司董事；2021 年 9 月至今，任中策橡胶集团股份有限公司董事；2019 年 12 月至今，任浙江新柴股份有限公司董事。
池晓蓓	副董事长、总裁	1975 年 3 月出生，中华人民共和国国籍，无境外永久居留权，大专学历。2008 年 6 月至 2020 年 8 月，任杭州巨星科技股份有限公司董事、副总裁。2020 年 8 月至 2021 年 1 月，任杭州巨星科技股份有限公司副董事长、副总裁。2021 年 1 月至今，任杭州巨星科技股份有限公司副董事长、总裁。
施虹	独立董事	中国国籍，无境外永久居留权。1963 年 7 月出生，硕士学历，副教授。2005 年 9 月至 2018 年 7 月，任上海海事大学海洋科学与工程学院环境工程教研室副教授，兼任环境工程实验室主任。2020 年 8 月至今任杭州巨星科技股份有限公司独立董事。
王刚	独立董事	1975 年 10 月出生，中国国籍，无境外永久居留权；硕士学历，中欧国际工商学院 EMBA，中共党员，注册会计师、高级经济师。1997 年参加工作，曾任浙江省海宁市地方税务局稽查员，上海荣正投资咨询有限公司研发总监，上海海隆软件股份有限公司董事会秘书、人力资源部长、总经理助理，杭州老板家电厨卫有限公司董事会

		秘书。现任杭州老板电器股份有限公司董事、董事会秘书杭州诺邦无纺股份有限公司董事、嵊州市金帝智能厨电有限公司董事、德地氏贸易（上海）有限公司董事、杭州老板富创投资管理有限责任公司监事、杭州国光旅游用品有限公司董事、杭州福斯达深冷装备股份有限公司董事、杭州帷盛科技有限公司董事、杭州蕙勒智能科技有限公司董事、杭州巨星科技股份有限公司独立董事、杭州小电科技股份有限公司独立董事、上海庆科信息技术有限公司监事、杭州市临平区上市公司联合会法定代表人、秘书长；2022年12月28日起任新坐标独立董事。
陈智敏	独立董事	中国国籍，无境外永久居留权。1960年4月出生，硕士学历。现任浙江财通资本投资有限公司董事，杭州泰格医药科技股份有限公司、浙江迦南科技股份有限公司监事，杭州宏华数码科技股份有限公司、桐昆集团股份有限公司独立董事。2020年8月至今任杭州巨星科技股份有限公司独立董事。
徐箬	董事	1984年3月出生，中华人民共和国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2008年6月至2018年4月任巨星控股集团有限公司董事长秘书、公司董事，2018年4月至今任巨星控股集团有限公司董事长办公室主任、公司董事。
李政	董事、副总裁	1959年11月出生，中华人民共和国国籍，无境外永久居留权，大专学历。2008年至2020年8月，任杭州巨星科技股份有限公司副董事长、副总裁。2020年8月至今，任杭州巨星科技股份有限公司董事、副总裁。
王伟毅	董事、副总裁	中国国籍，无境外永久居留权。1970年出生，浙江大学机械制造与工艺专业毕业，本科学历。2008年至今，任杭州巨星科技股份有限公司副总裁，负责公司产品研发及质量管理，为公司国家级实验室主要负责人之一。
王玲玲	董事	1961年12月出生，中华人民共和国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2008年6月至今任杭州巨星科技股份有限公司董事、副总裁。

资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

1.3 公司财务状况

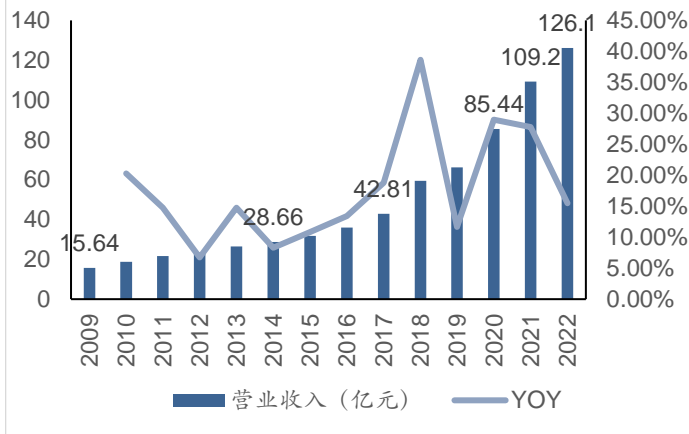
公司经营业绩保持稳健增长。根据公司2022年年度报告，公司实现营业收入126.1亿元，同比增长15.48%；归属于上市公司股东的净利润141,955.95万元，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润145,464.38万元，同比实现了35.50%的增长。

(1) 从产品分类来看，手工具及存储箱柜业务为公司的传统优势，2022年实现营收100亿元，同比增长12.27%，占当年度营业收入比重79.34%；此外，得益于战略并购、技术创新以及市场渠道的深化，公司动力工具、激光测量仪器及储能工具业务收入快速增长，2022年实现营收25.4亿元，同比增长33.03%，占当年营业收入的20.15%。

(2) 从地区来看，欧美地区为公司的主要收入来源，2022年度欧美地区市场营业收入共计111.89亿元，占比超过85%。

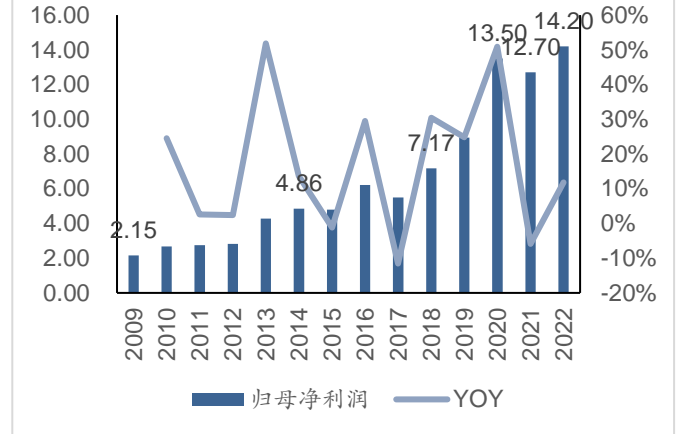
(3) 分销售模式来看, 公司销售模式以客户品牌 (ODM) 为主, 2022 年 ODM 业务营业收入 74.57 亿元, 收入占比 59.14%; 公司目前正在积极从客户品牌 (ODM) 向自主品牌 (OBM) 转型, OBM 业务营业收入从 2019 年的 23.35 亿元增长到 2022 年的 50.88 亿元, 复合增长率 26.23%。

图表 6 公司 2019-2022 年营收 CAGR=23.93%



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 7 公司 2019-2022 年归母净利润 CAGR=16.62%



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 8 2020 年-2022 年公司营业收入

	2022 年年报			2021 年年报			2020 年年报		
	金额	占营业收入比重	同比增减	金额	占营业收入比重	同比增减	金额	占营业收入比重	同比增减
营业收入合计	12,610,189,590.33	100.00%	15.48%	10,919,683,344.37	100.00%	27.80%	8,544,110,151.50	100%	
分行业									
工具五金	12,545,286,576.78	99.49%	15.63%	10,849,925,564.41	99.36%	27.61%	8,502,327,129.89	99.51%	
其他业务收入	64,903,013.55	0.51%	-6.96%	69,757,779.96	0.64%	65.64%	42,113,024.41	0.49%	
分产品									
手工具及存储箱柜	10,004,744,537.61	79.34%	12.27%	8,911,350,156.07	81.61%	12.27%	6,662,136,931.23	77.97%	
动力工具、激光测量仪器及储能工具	2,540,542,039.17	20.13%	33.03%	1,909,689,643.58	17.49%	33.03%	697,625,187.74	8.17%	
防疫物资	0.00	0.00%	-100.00%	28,685,764.76	0.26%	-97.49%	1,142,565,010.92	13.37%	
其他业务收入	64,903,013.55	0.51%	-6.96%	69,757,779.96	0.64%	65.54%	42,113,024.41	0.49%	
分地区									
美洲	7,892,263,869.75	62.59%	4.92%	7,521,994,025.83	68.88%	23.50%	6,087,960,337.66	71.25%	
欧洲	3,296,852,123.29	26.14%	37.42%	2,399,130,860.68	21.97%	50.17%	1,597,373,574.54	18.70%	
其他	634,667,980.89	5.03%	24.39%	510,223,523.81	4.67%	36.71%	373,208,130.61	4.37%	
国内 (中国)	721,502,602.85	5.72%	72.37%	418,587,154.09	3.83%	5.64%	413,583,087.08	5.19%	
其他业务收入	64,903,013.55	0.51%	-6.96%	69,757,779.96	0.64%	65.64%	42,113,024.41	0.49%	
分销售模式									
自有品牌 (OBM)	5,087,869,546.67	40.33%	32.60%	3,836,999,428.09	35.14%	46.06%	2,626,930,299.06	30.74%	
客户品牌 (ODM)	7,457,417,030.11	59.14%	6.34%	7,012,926,136.32	64.22%	19.36%	5,875,396,830.83	68.76%	
其他业务收入	64,903,013.55	0.51%	-6.96%	69,757,779.96	0.64%	65.64%	42,113,024.41	0.49%	

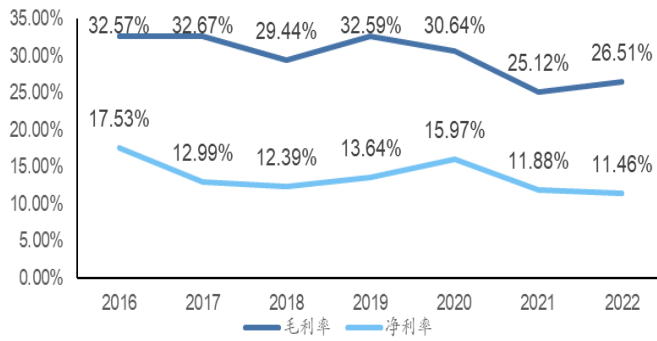
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所整理

公司持续保持相对较高毛利率, 未来有望实现突破。

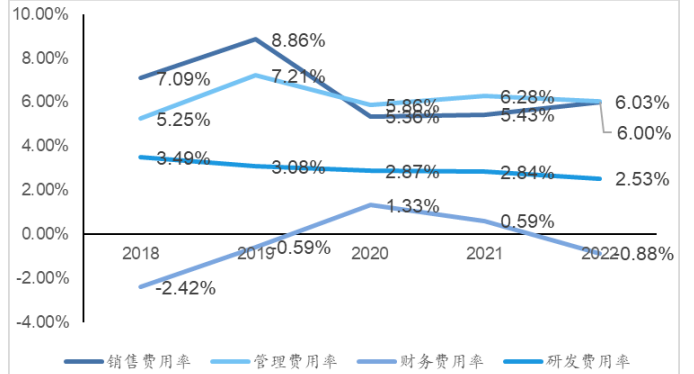
- 毛利率作为衡量企业盈利水平和业绩波动的关键指标, 反映了公司的定价权和成本控制能力, 也是其财务健康的重要体现。巨星科技通过不断增强其自主品牌 (OBM) 业务的比重, 成功地在 2016 至 2020 年五年间将毛利率稳定在一个较高的水平。但随着 2021 年、2022 年全球海运成本的显著上升, 叠加人民币相对美元的持续升值对出口的不利影响, 公司毛利率遭受了较大的冲击, 一度降至约 25% 的水平。随着 2023 年上半年原材料价格的下降和人民币汇率的有利调整, 巨星科技的毛利率已经显现出复苏的迹象, 重新攀升至 30%。

- 2020-2023 (截止至 Q3) 年公司期间总费用分别为 13.18 亿元、16.54 亿元、17.27 亿元和 12.14 亿元，占营业收入的比例分别为 15.43%、15.14%、13.69%和 14.10%。公司的期间费用包括销售费用、管理费用、研发费用和财务费用，其中职工薪酬、办公费、房租物业费等占期间费用比例较大，是影响期间费用的主要因素。

图表 9 2016-2022 公司毛利率和净利率



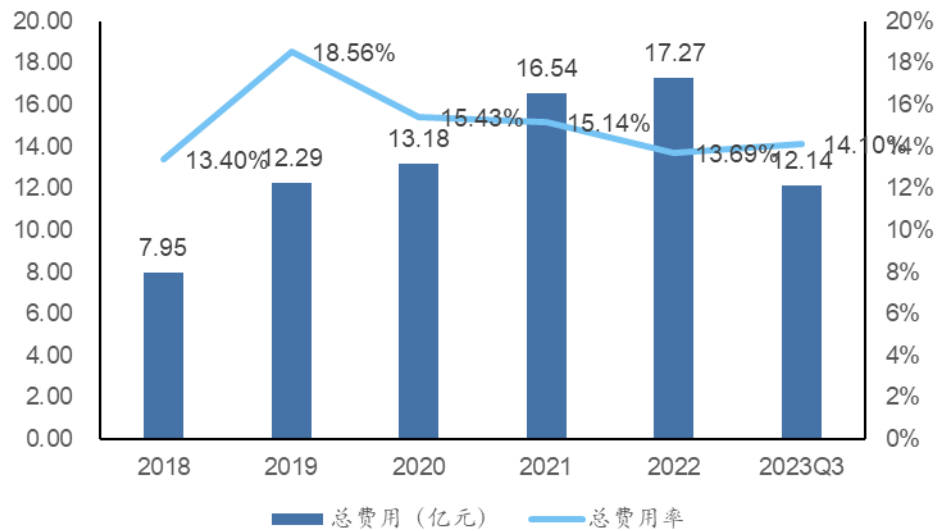
图表 10 2018-2022 公司各项期间费用率



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 11 2018-2022 公司期间总费用及期间总费用率



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

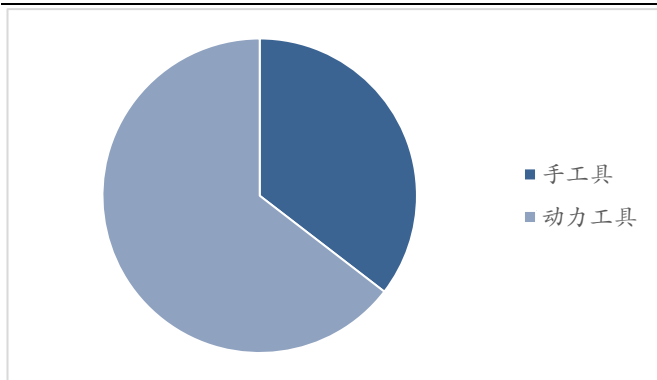
2 工具行业千亿级市场下游需求逐渐回暖

工具五金行业历史与人类社会的进步息息相关。在北美和欧洲，由于独立式住宅普遍且居住空间较大，加之劳动力成本的上升，居民倾向于自行进行房屋和汽车的维护，催生了深厚的 DIY 文化。同时，从 19 世纪末首台电钻的问世到当代多功能充电式电动工具的普及，工具行业随着技术进步和经济发展迅速演变，使得五金工具不仅在专业领域中发挥关键作用，也逐渐成为 DIY 爱好者的理想选择。

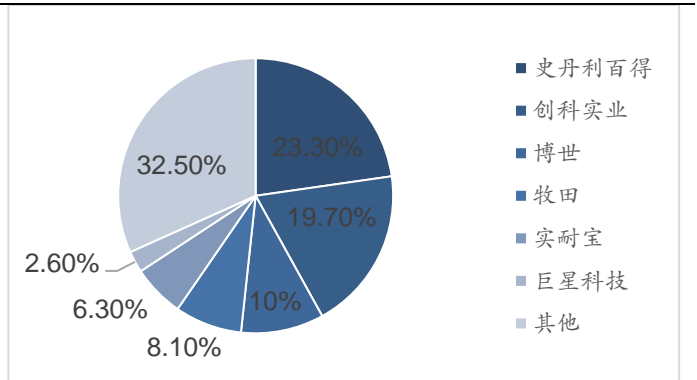
根据弗若斯特沙利文的报告，从 2018 年到 2022 年，全球工具市场经历了稳定增长，市场规模从 820 亿美元增长到 1030 亿美元，复合增长率 5.9%。根据华经产业研究院 2023 年发布的数据，2022 年全球手工具市场规模 241 亿美元，动力工具市场规模 439 亿美元。预计在新经济体的持续城市化和发达国家经济复苏的推动下，全球工具市场在未来几年仍有望维持 5% 左右的年增速。同时，五金工具行业市场呈现较为集中的格局，全球工具企业 CR5 超过 65%，其中巨星科技市占率约为 2.6%。

从细分市场来看，五金工具主要可以分为手工具和动力工具这两类。随着冶金技术与机械技术的发展，手工具在造型设计、材料使用和工艺技术等方面更加专业化与多样化。手工具可以定义为借助于手来拧动或施力的工具，包括钳子、螺丝刀、扳手、卷尺、套筒等，以其携带方便、操作简单的特性，成为了家庭和专业工人的基础装备。而以电动工具为代表的动力工具则以其高效率和省力的优势，革新了工业生产和个人 DIY 项目。代表性的动力工具如电钻、电锯和砂光机，它们通过电力驱动，大幅提升了作业的精确度和效率。

图表 12 2021 全球市场手动与动力工具占比



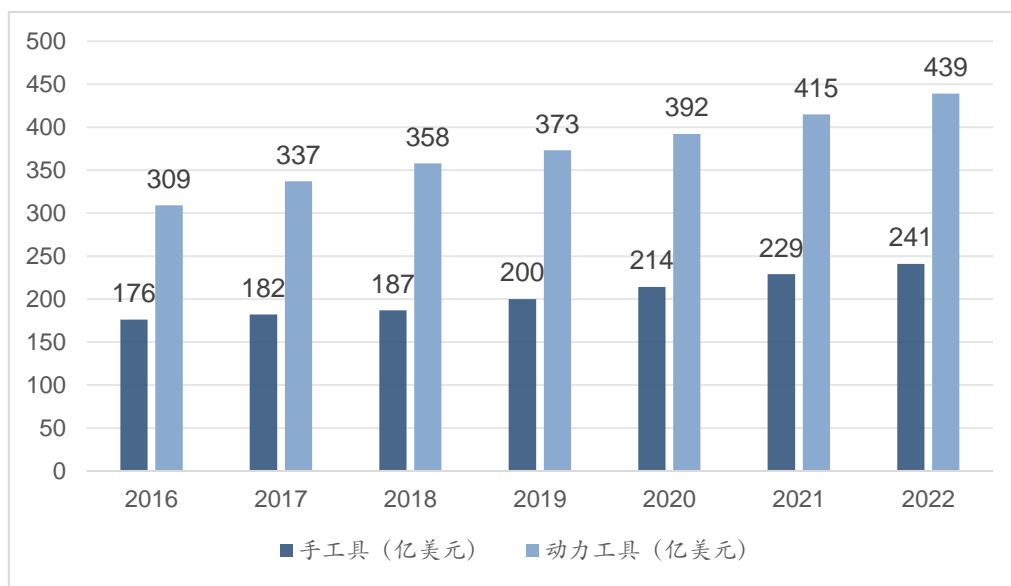
图表 13 2021 五金工具市场行业格局



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

图表 14 2016-2022 手工具与动力工具市场规模



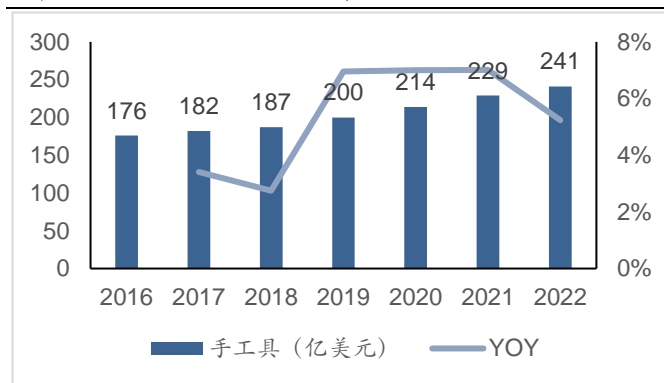
资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所整理

2.1 手工具与存储箱：市场规模稳定增长，欧美是主要消费地

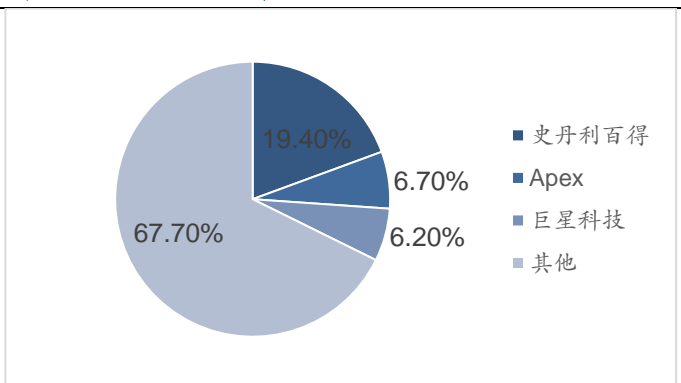
从细分市场来看，手工具市场规模持续增长，从 2016 年的 176 亿美元增长到 2022 年的 241 亿美元，年复合增长率 6.25%。根据华经产业研究院的数据，2018 年北美和欧洲合计占据了全球手工具市场 65% 的份额，是高端五金工具及手工具的主要消费地区。

手工具行业的产品种类繁多，超过 500 种，主要用于维护、维修和工业操作等不同需求。由于产品制造门槛较低，市场上存在多元化的产品类型，导致手工具行业市场呈现分散的格局。2021 年全球手工具厂商的市场集中度 (CR3) 为 32.3%，巨星科技为全球第三大手工具制造企业，市场占比 6.2%。

图表 15 2016-2022 手工具市场规模



图表 16 2021 手工具市场 CR3



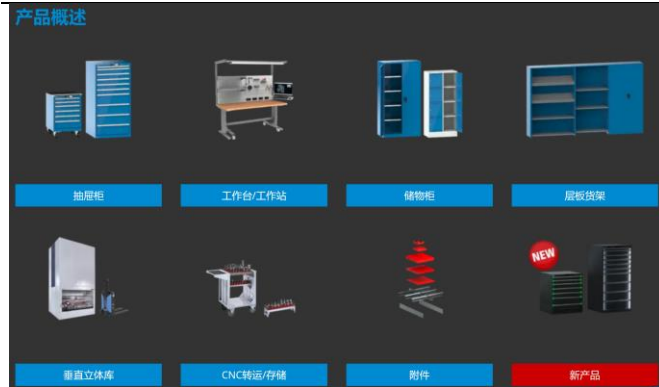
资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

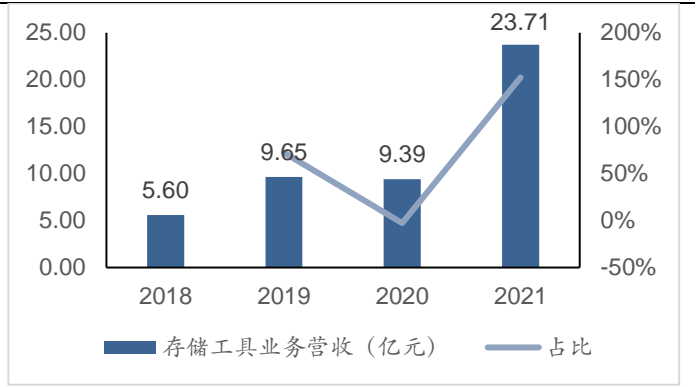
工具存储箱柜，作为一种旨在优化工具的运输、存储及保护功能的解决方案，便于运输和空间的有效利用是它的两个基本特征。据公司公告以及 MarkNtel Advisors 的数据，2020 年，以欧美为主要消费地的全球储存箱柜市场规模达到了 80 亿美元，并预计

在 2024 至 2030 年间将以大约 5.6% 的年复合增长率持续扩张。公司通过在 2018 年以及 2021 年对欧美著名工具储物柜品牌 Lista 和 Geelong 的并购，成功切入市场。经过几年的发展，公司的存储箱柜业务营业收入在 2021 年达到 23.71 亿元，占到了当年总营业收入的 21.71%。

图表 17 巨星科技存储箱柜产品图



图表 18 2018-2021 年存储箱柜业务营收



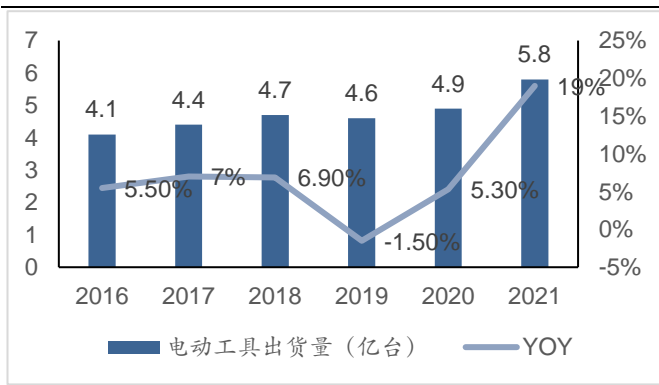
资料来源：公司官网，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

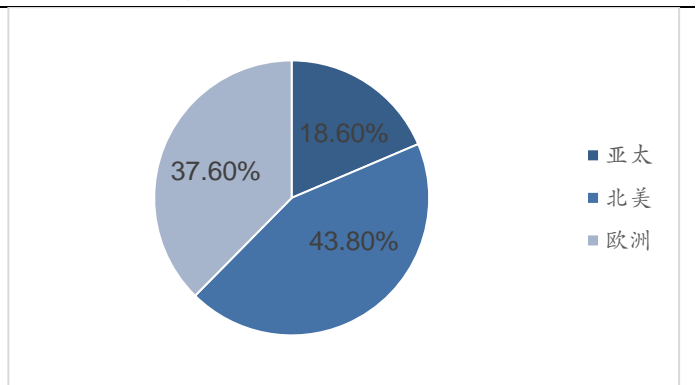
2.2 动力工具与激光测距：电动工具市场空间广阔，主流产品转向无绳锂电工具

相对于手工具，动力工具拥有更加广阔的市场空间。动力工具根据其动力源的不同，可以被划分为气动、电动和引擎类工具。目前，电动工具构成动力工具市场的较大一部分。根据公司 2022 年年报弗若斯特沙利文的预测，全球动力工具市场规模将从 2020 年的 392 亿美元增长至 2025 年的 513 亿美元，年均复合增长率 5.5%。其中全球电动工具市场规模预计将从 2020 年的 291 亿美元增长至 2025 年的 386 亿美元，年均复合增长率为 5.9%，超过整体动力工具市场的平均增长率。从市场分布来看，根据华经产业研究院数据显示，目前北美和欧洲仍是电动工具最大的需求市场，2021 年北美和欧洲电动工具市场占比合计超过 80%。

图表 19 2016-2021 全球电动工具出货量



图表 20 2021 年全球电动工具市场区域分布情况



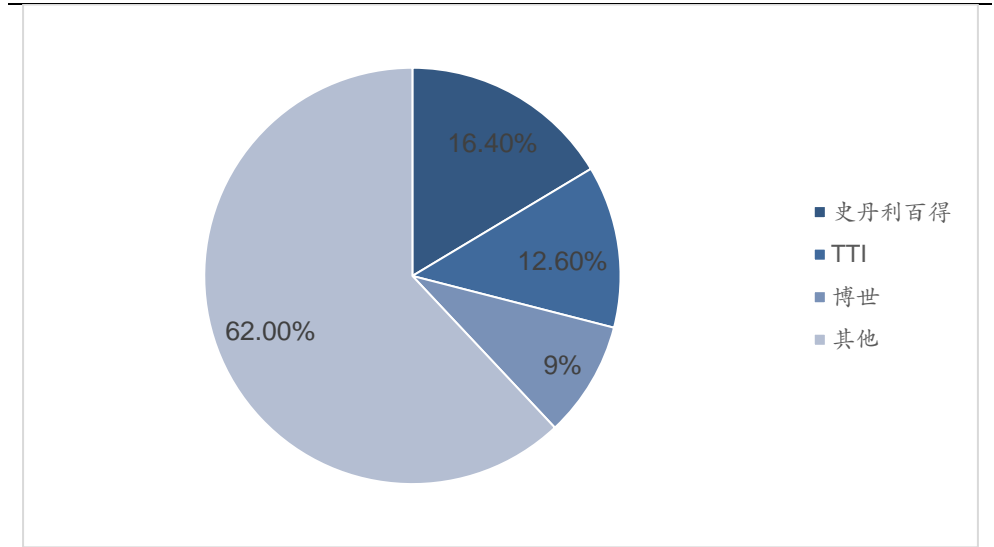
资料来源：EVTank，伊维经济研究院，华安证券研究所

资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

全球电动工具市场经过多年的发展，已经形成较为稳定的竞争格局，电动工具行业集中度较高且仍稳步提升，大型跨国公司的竞争优势愈发凸显。据华经产业研究院数据显示，2020 年全球市场份额位列前三的企业分别为史丹利百得、TTI、博世集团，占

比分别为 16.4%、12.6%和 9%。2022 年中小企业受工具行业需求放缓和库存缩减的负面影响较为严重，电动工具行业头部企业的市场份额和总体行业集中度均有所提升。

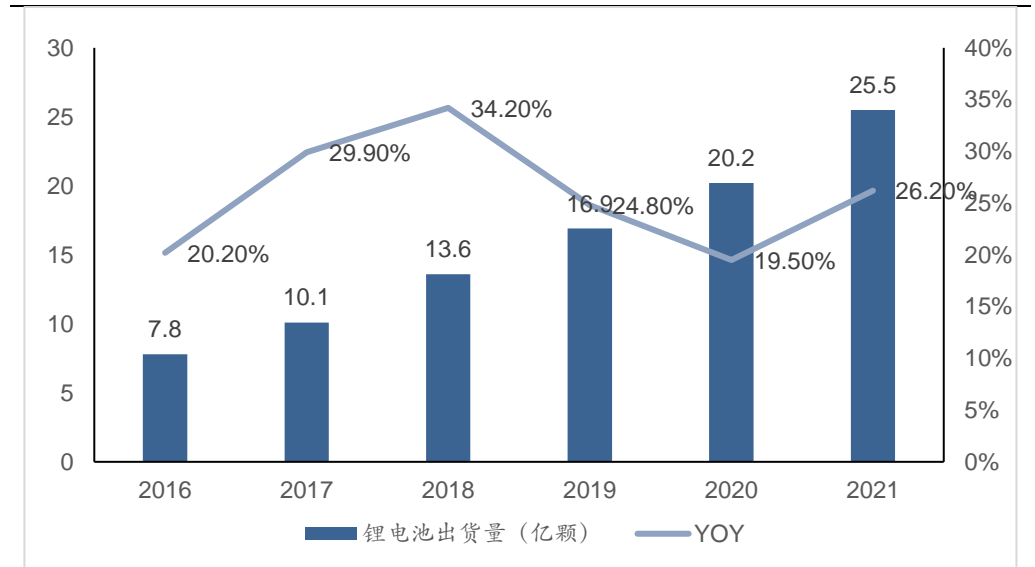
图表 21 2021 动力工具市场 CR3



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所整理

随着电机技术的持续进步和电池性能的显著提升，市场正在从有绳工具向无绳工具转变，从交流电工具向直流（锂电）工具转变。根据 EVTank 和弗若斯特沙利文的数据，无绳电动工具的出货量在过去十年间实现了飞跃，从 2011 年的 0.89 亿台增长到 2021 年的 3.77 亿台，市场占比从 29.8% 激增至 65.0%。预计到 2025 年，直流锂电电动工具市场规模将达到 164 亿美元，预期的年均复合增长率（2020 年-2025 年）高达 9.9%。

图表 22 2016-2021 全球电动工具锂电池出货量



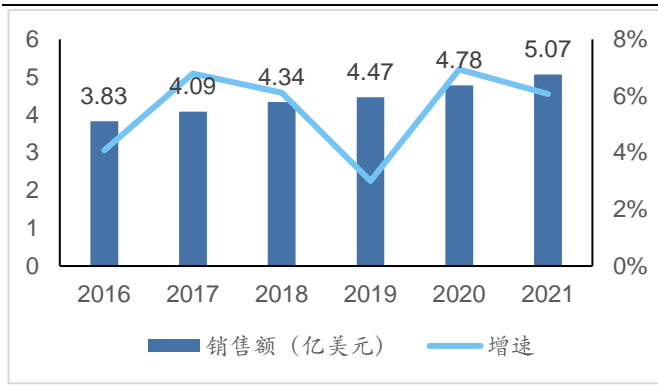
资料来源：EVTank，伊维经济研究院，华安证券研究所整理

激光测距技术因其卓越的光学性质获得了广泛的行业认可。数十年的技术沉淀使其成为高端制造业不可或缺的工具。目前，该技术正在向精密微加工领域扩张，满足了包括通信和新能源在内的多个行业的细致制造需求，促进了这些领域的发展，并为激光技术本身的进步开辟了新道路。据华经产业研究院统计，全球测距仪器市场的销售额在 2013 年至 2021 年间从 3.57 亿美元增至 5.07 亿美元，同比 2020 年上涨 6.07%。欧美国家

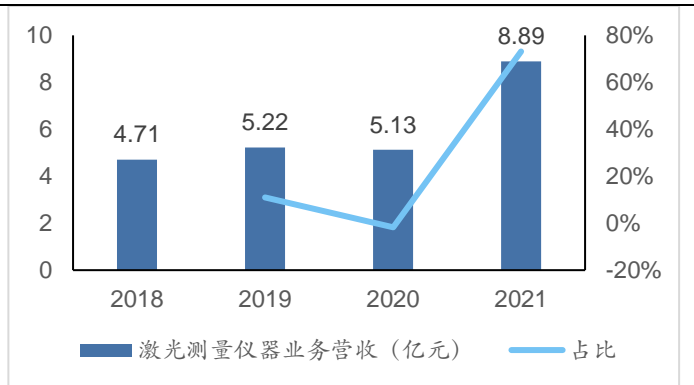
在激光技术应用方面起步早，技术强，导致亚太等地区发展中国家在高端激光器和设备的生产上仍面临研发能力有限以及上游光学元件质量制约等挑战，目前市场主导权大多仍掌握在传统的欧美巨头手中。

作为激光测距的延展技术，公司在激光雷达技术上早有布局。公司控股子公司欧镭激光在这一领域已经取得了欧美与国内市场的订单，与欧洲著名品牌 Datalogic 公司开展长期合作并签订产品供应协议，同时与国内煤矿安全领域龙头企业中煤科工集团重庆研究院有限公司合作开发了矿用本安型激光雷达物位传感器，拓宽了公司激光雷达产品的应用领域。2021 年公司激光测量仪器业务实现销售收入 8.89 亿元。

图表 23 2016-2021 全球测距仪销售额变化情况



图表 24 2018-2021 年激光测量仪器业务营收



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.3 工具行业渠道壁垒高，行业呈现集中趋势

从消费者的购买渠道来看，在工具行业，由于产品制造门槛较低和产品种类的多样性，难以通过参数优秀与否凭空判断优劣，消费者在购买时更倾向于线下渠道，以亲身体验工具的手感和质量是否满足自己的需求。同时，为规避风险和控制成本，线下渠道往往更倾向于与之建立了长期合作关系的特定品牌，更换陌生新兴品牌产品的意愿较低。

欧美工具行业的销售渠道展现了显著的壁垒，新兴品牌难以占据较高市场份额。在北美，五金建材市场的规模居全球之首，以 Home Depot 和 Lowe's 为代表的家装建材零售商占据了大部分的市场份额。同时，由于汽车的普及，汽车售后也表现出强劲的需求，其中 Autozone、Advacne、O'Reilly 和 NAPA 等企业在汽车售后市场中占据主导地位，形成了较高的渠道集中度。这些零售巨头拥有强大的渠道话语权，以一系列严苛的准入标准拉长拉高了新兴品牌的验证周期和交付要求，为其进入北美市场设置了较高的门槛。欧洲的工具行业渠道格局相对分散，各国各地区都有其主要的批发商，且不同国家地区的消费习惯和渠道偏好也呈现出不同程度的差异，这要求新兴品牌在渠道开拓方面投入更多的资源，逐步突破各个国家的市场壁垒。

创立新兴品牌进入欧美市场面临的一系列挑战使得行业内的巨头企业更倾向通过并购等战略手段迅速扩展产品线和提升市场份额。这种策略的有效性已经得到了如史丹利百得和创科实业等公司的实践证明。以全球份额第一的工具企业 Stanley Black & Decker 为例，根据其官网信息，Stanley 20010 年宣布与 Black&Decker 合并完成以来进行了逾 10 次重大并购，极大地扩充了公司的产品线和人才获取渠道，稳定了公司在工具行业的龙头地位。

图表 25 2010 以来 Stanley Black & Decker 重要并购事件

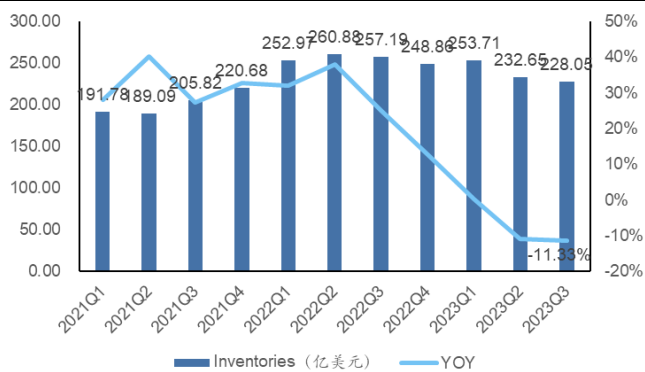
时间	收购事件
2010 年 7 月	Stanley Black & Decker 宣布收购 CRC-Evans PipelineInternational
2011 年 9 月 9 日	Stanley Black & Decker 完成对 Niscayah 的收购
2012 年 1 月 1 日	Stanley Black & Decker 完成对马萨诸塞州 Lista North America 公司的收购
2012 年 6 月 5 日	Stanley Black & Decker 完成对加州 AeroScout,Inc.的收购
2016 年 10 月	Stanley Black & Decker 宣布以 19.5 亿美金从 Newell Brands 收购了 Irwin,Lenox,和 Hilmor 等品牌
2017 年 1 月 5 日	Stanley Black & Decker 以 7.75 亿美元以及未来 15 年 Craftsman 的年度销售额提成从 KCD,LLC 手中收购 Craftsman 品牌
2018 年 8 月 7 日	Stanley Black & Decker 宣布以 6.9 亿美元现金收购 IES Attachment
2018 年 9 月 12 日	Stanley Black & Decker 宣布以 2.34 亿美元现金收购全球户外动力设备私营制造商 MTD Products Inc 20%的股份, 并于 2021 年 8 月收购剩余 80%的股权
2020 年一季度	Stanley Black & Decker 同意以最多 15 亿美元收购 CAM
2021 年 11 月 12 日	Stanley Black & Decker 收购 ExcellIndustries

资料来源: Stanley Black & Decker 公司官网, 华安证券研究所整理

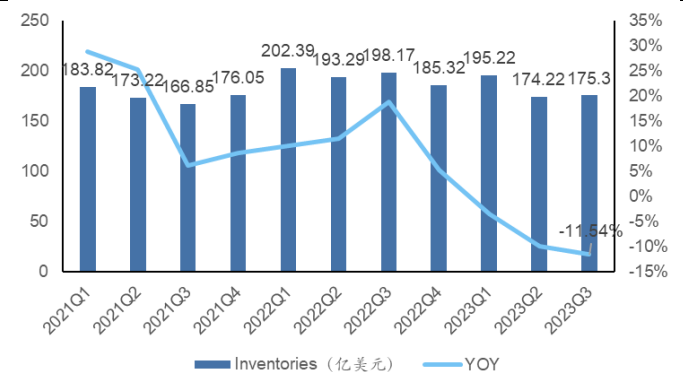
2.4 北美去库存即将结束, 市场需求企稳

1997 年以来美国已经历 8 轮库存周期, 目前处于第 9 轮库存周期尾声。根据公司公告, 2021 年工具出货量激增导致库存积累, 北美工具经销商更注重优化库存, 全球工具市场增长率从 2021 年的 10.8%暂时下降到 2022 年的 3.2%, 而欧美工具消费支出实际下降 11.7%, 是近 30 年来同比最差的一年。终端市场的低迷也直接对巨星科技 OBM 业务造成冲击, 导致巨星科技 OBM 产品被动跟着一起降价去库存, 进而使得 2021 和 2022 年 OBM 毛利率下降严重。2023 年开始, 库存水平逐渐回归正常。根据 Homedepot2023 第三季度财报, Homedepot 的 2023Q3 商品库存为 228 亿美元, 同比减少 11%, 库存水平显著下降。

图表 26 2021Q1-2023Q3 Homedepot 库存同比增长率



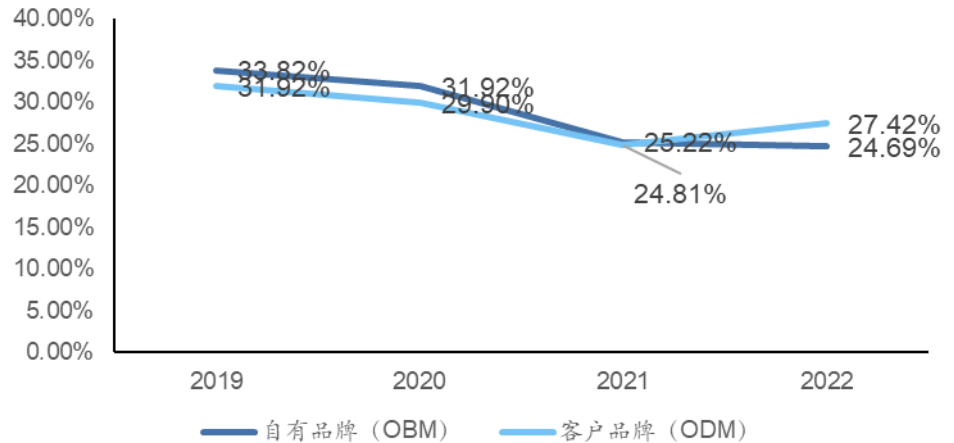
图表 27 2021Q1-2023Q3Lowe's 库存与同比增长率



资料来源: Homedepot 公司公告, 华安证券研究所

资料来源: Lowe's 公司公告, 华安证券研究所

图表 28 2019-2022 年公司 OBM 与 ODM 毛利率情况



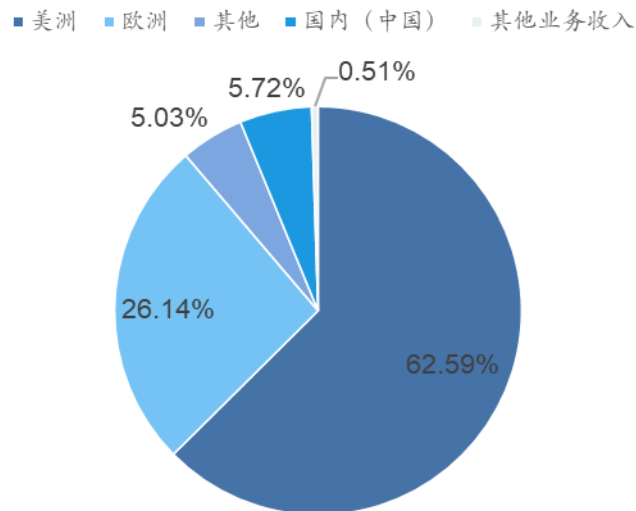
资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

2.5 北美房车市场利好工具行业市场需求

从需求端来看，全球五金工具的需求主要集中在欧美地区。根据巨星科技 2022 年年报，公司美洲和欧洲地区营业收入分别占总营业收入比重的 62.59%和 26.14%。

在欧美地区，工具行业的表现与房地产市场以及汽车市场紧密相关。在房地产市场的上行周期中，住房销售的增加通常会带动对维修和改善住宅的需求，从而增加对工具的需求。同样，汽车保有量的增长也会带动对汽车维修工具的需求。

图表 29 公司各地区营业收入占比



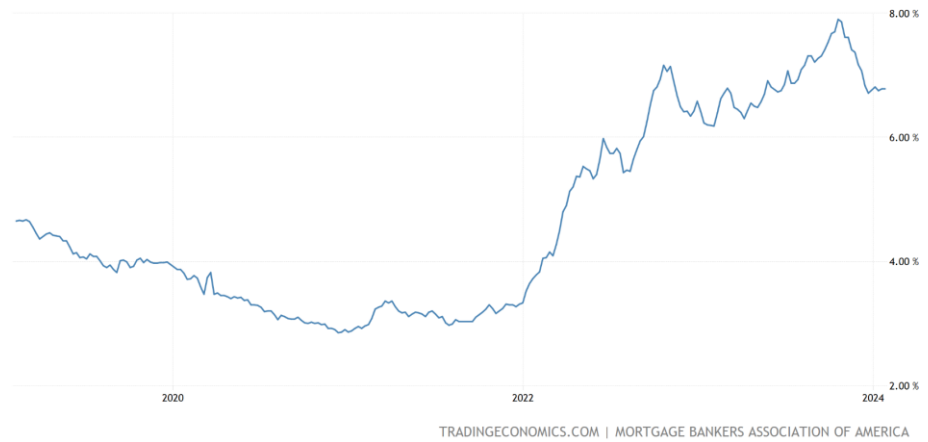
资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

(1) 美国房地产预计将逐渐回暖

抵押贷款利率的上升通常会对房地产市场产生压制作用，因为它增加了购房者的贷款成本，从而可能减少购房需求。根据 Trading economics 的数据，自 2021 年以来的加息周期导致了 2023 年 10 月美国 30 年期固定抵押贷款利率触及 8%，这是自 2000 年

以来的最高水平，对新建住房和成屋销量产生了显著的负面影响。

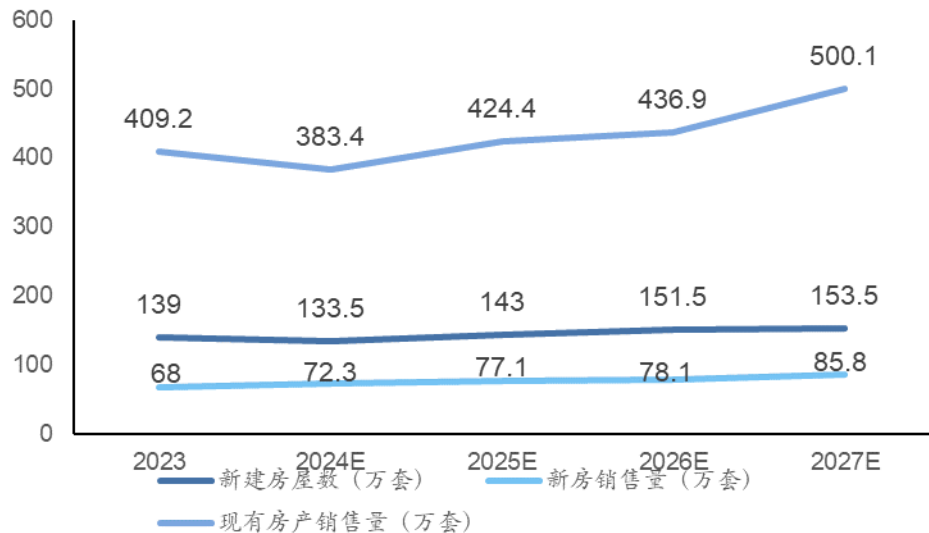
图表 30 美国按揭利率走势



资料来源: Tradingeconomics, 华安证券研究所整理

最近几个月利率保持相对稳定，如果这种稳定性持续，且利率有所下降，那么购房成本可能会随之减少。根据高盛的预测，新建房屋和现有房屋的销售量将在未来几年内逐渐回升。新建房屋销售量预计将从 2023 年的 68 万套逐步增加到 2027 年的 85.8 万套，而现有房屋销售量也将从 2023 年的 409.2 万套下降到 2024 年的 383.4 万套，然后在 2025 年反弹至 424 万套，并在随后的两年内继续增长。一方面北美旧房数量的增加意味着消费者对各类工具需求的增加，另一方面未来房市的逐渐回暖也给五金工具提供了更加广阔的市场前景。

图表 31 北美房市预计走势



资料来源: Goldman Sachs, 华安证券研究所整理

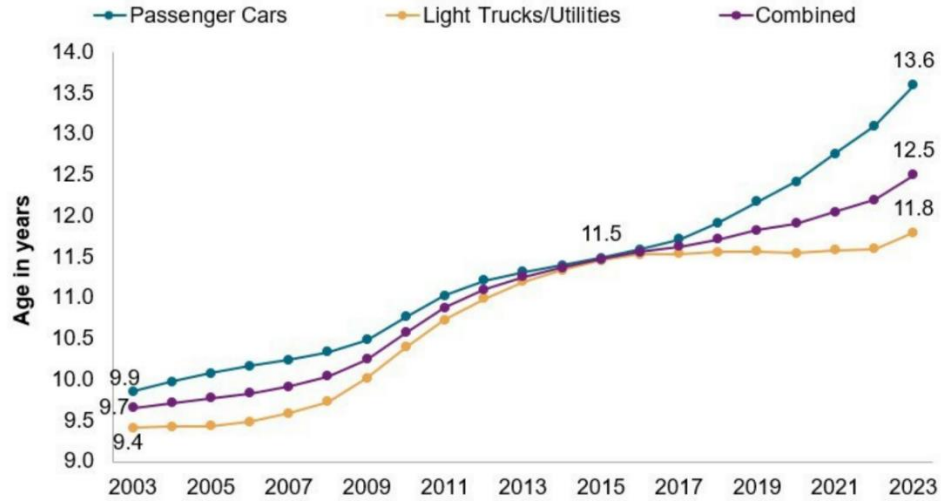
(2) 美国机动车平均车龄高速增长

随着疫情导致的新车价格上涨，美国上路机动车的平均车龄持续增加。自 2019 年以来，美国上路机动车的平均车龄一直在增加，实际上不少车已经开了 20 年以上，经历了三四任车主。根据 S&P Global Mobility 的数据，2023 年美国乘用车的平均车龄已经

达到了 12.5 年，而轿车的平均车龄更是达到 13.6 年。这意味着更多的老旧车辆需要维护和修理，从而增加了对各种工具的需求。

图表 32 北美乘用车平均车龄

Combined average age rises for the sixth consecutive year



资料来源：S&P Global Mobility，华安证券研究所整理

3 巨星科技核心竞争力所在







公司借助其精湛的供应链管理和强大的渠道及服务能力，已经发展成为全球手工具行业的亚军，仅次于行业巨头史丹利百得。同时，公司正通过收购合并等战略手段，不断扩展 OBM 产品线，提高公司利润与市场份额，目前已经将业务拓展到激光测距仪、工具储物柜等多个新领域。

面对电动工具逐步替代传统手工具的行业趋势，公司也在加快发展电动工具业务。由于电动工具可以复用现有的手工具销售渠道，加之公司采取的是抢占细分市场的策略，这使得公司能够暂时避开行业龙头在渠道、品类及价格上的竞争优势。公司同时也在跨境电商平台和家庭储能等产品品类上寻求新的增长点。结合并购策略，公司在这些领域已经实现了初步的突破。

3.1 创新与国际化

五金工具行业作为传统的加工产业，其大多数产品的生产仅需将金属材料加工成特定模具的形状，由此导致行业进入门槛相对较低，入局者众多。这一现象引发了外界对该行业的普遍误解，即认为五金工具行业不需要太多的研发投入。然而，现实情况并非如此。随着全球工具材质技术的持续进步，以及工具设备在不同场景下的复杂多样化应用需求，研发创新在工具行业的重要性日益凸显。在全球化竞争日益加剧的背景下，公司坚信创新是企业发展的核心动力。公司拥有一支专注于工具及消费品创新的资深研发团队，致力于提升产品功能性和增加附加值，确保公司在市场竞争中保持长期核心竞争力。

图表 33 公司优秀创新产品

 <p>WORKPRO 倍速螺丝刀</p> <p>巨星款2倍速螺丝刀，采用Double Drive专利齿轮设计，速度比常规螺丝刀快一倍。转动按钮，就可以改变转动方向。便捷操作，省力，快速。专利号：ZL 2014 1 0331132.2</p>	 <p>SK X-FRAME 棘轮扳手</p> <p>创新6爪棘轮结构提供1.7度工作角度。X型板体提供极佳手感和更坚固的结构，整体强度达普通扳手3倍以上。开口端超细防滑细齿可以大幅提高使用效率。</p>	 <p>PREXISO 笔式测距仪</p> <p>采用先进的ASIC（集成电路）技术，是非常小的激光测距仪。这种独特的“笔大小”设备可以完全放入您的口袋，并在您需要时随时取用，它的最大量距可达40米。</p>
 <p>WORKPRO 钉枪</p> <p>WORKPRO 六合一钉枪 (W023035) 荣获2021年ProTool创新奖即Winner of 2021 Pro Tool Innovation Award- (Nailers-Staplers Category)</p>	 <p>ARROW 3.6V 锂电五合一无线钉枪</p> <p>Arrow 3.6V 锂电池五合一无线钉枪荣获2021年ProTool创新奖即Winner of 2021 Pro Tool Innovation Award- (Nailers-Staplers Category)</p>	 <p>SHOP-VAC“鹰眼”工业级吸尘器</p> <p>酒店，办公室，工场的专业清洁伙伴，拥有强劲吸力，室内和室外等空间的艰难清洁任务，都能应付自如！无论是吸尘还是吸水，都有完美表现！</p>

资料来源：公司官网，华安证券研究所整理

图表 34 公司五大研发基地



资料来源：公司官网，华安证券研究所整理

根据公司年报，2022 年公司研发人员数量占比 10.41%，研发人员共计近 1100 人，公司当年度研发投入达到 3.19 亿元，专利申请和授权均超过 300 项。此外，公司还在中国、美国和欧洲设有五大研发基地，平均每年对外输出 1000+新产品，保证产品在市场上的差异化和核心竞争力，数次引领行业创新。

图表 35 2022 年公司研发人员情况

		2022年	2021年	变动比例
研发人员数量 (人)		1,099	978	12.37%
研发人员数量占比		10.41%	9.07%	1.34%
研发人员 学历结构	本科	408	361	13.02%
	硕士	24	20	20.00%
研发人员 年龄构成	30岁以下	178	141	26.24%
	30~40岁	599	378	58.47%

资料来源：公司官网，华安证券研究所整理

图表 36 2022 年公司研发投入情况

	2022年	2021年	变动比例
研发投入金额 (元)	319,444,535.16	309,763,366.15	3.13%
研发投入占营业收入比例	2.53%	2.84%	-0.31%
研发投入资本化的金额 (元)	0	0	0.00%
资本化研发投入占研发投入的比例	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：公司官网，华安证券研究所整理

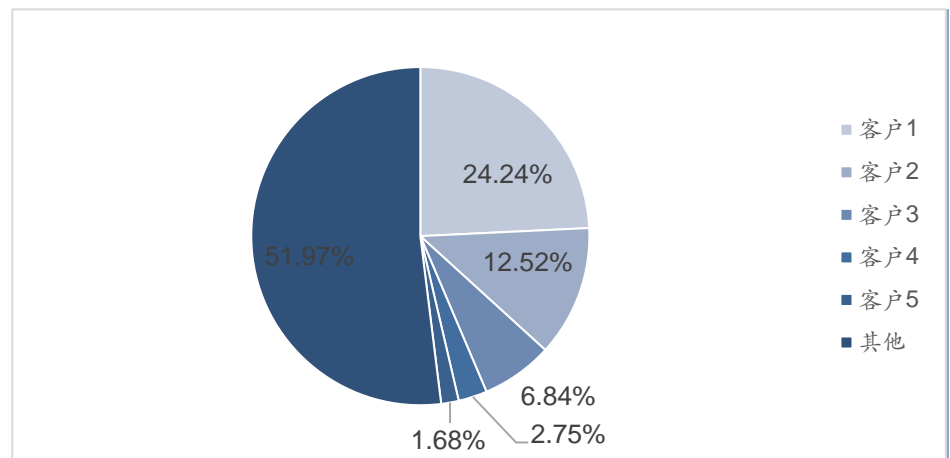
公司的产品创新获得市场广泛认可。例如在动力工具领域，公司锂电池电动工具等产品的创新也取得了重大成果，取得了美国一家大型零售商的 12 伏特动力工具订单。依靠专业化的产品研发团队，公司还成功实现了家庭储能产品的技术突破。

3.2 渠道和供应链

渠道：公司凭借其坚实的销售网络和客户信赖，已在市场上站稳脚跟并不断发展。公司一方面通过丰富产品线和强大的创新实力满足销售渠道和客户的一体化采购需求，另一方面不断节约渠道客户的采购成本和管理成本，持续提高对渠道客户的粘性。目前公司已成为美国 Home Depot、Walmart、Lowe's、欧洲 Kingfisher、加拿大 CTC 等多家大型连锁超市最大的工具和储存箱柜供应商之一。

根据公司年报，2022 年公司前五大客户合计销售金额 6,056,269,323.22 元，占年度销售总额比例 48.03%，其中对最大客户销售金额占年度销售总额比例 24.24%，对单一大客户依赖性弱。同时，公司在全球还拥有超两万家的大型五金、建材、汽配等连锁超市组成的强大销售网络，有效地保证了巨星科技的产品能够快速进入本土市场。此外，公司在跨境电商领域的努力也已见成效，亚马逊、eBay 等电商平台已成为除传统大型连锁超市之外的重要销售途径，为公司提供了发展自有品牌和创新产品的新市场。

图表 37 2022 年公司前五大客户销售占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

供应链：公司通过数十年的发展，已经构建了一个以中国为中心的全球化供应链管理系统。根据公司官方公众号，目前公司在全球拥有 21 个生产制造基地，其中 10 个位于中国、8 个位于欧美、3 个位于东南亚，形成了一个多点布局的全球化生产网络。

优点：(1) 中国作为全球制造中心，成熟的工业技术、生产能力和完善的上下游产业链为公司的产品创新和生产效率提供了有力保障，使公司能够在保持产品质量的同时，实现规模经济和成本效益；(2) 近几年，东南亚国家以其劳动力成本低廉、政策扶持和地理位置优越等特点，成为全球制造业转移的热点地区。公司通过在这些地区布局生产基地，提高了公司在全球市场的议价权；(3) 公司通过在欧美设立本土化生产基地以及服务策略，一方面是对亚太地区产能的有效补充，另一方面使得公司能够更好地理解和满足欧美消费者的需求，提供更加贴近客户的服务，同时也增强了品牌在当地市场的影响力和认可度。

图表 38 巨星全球制造基地



资料来源：公司官网，华安证券研究所整理

图表 39 越南巨星制造基地



资料来源：巨星科技官微，华安证券研究所

图表 40 巨星科技泰国基龙工厂



资料来源：巨星科技官微，华安证券研究所

依托中国超大体量和门类齐全的供应链体系以及遍布全球的生产供应基地，公司可全面满足各类需求和积极应对各种复杂的外部环境，例如：在疫情全球海运周期紧张的情况下公司可以全球采购、全球制造以维持稳定的供货能力；在海运周期回归正常的情况下则在中国集中采购、全球分布使用以降低综合采购成本。公司的国际化策略叠加中国制造业集群、东南亚地区制造成本和欧美市场本土服务三重优势，为公司提供了强有力的市场核心竞争力，也为未来的可持续发展和全球扩张奠定了坚实的基础。

3.3 自主创建+并购造就 OBM 品牌矩阵

巨星科技作为全球手工具的领先企业，自 1993 年公司创立起，便开始开展跨境出口业务，最初主要以 ODM/OEM 的形式为海外龙头工具品牌代加工生产产品。随着公司的不断发展壮大，生产制造技术日趋成熟，公司采取了构建品牌矩阵的战略——通过自主创建 OBM 品牌并结合海外并购，形成了涵盖多个品类、覆盖广泛市场的多元化品牌组合，以摆脱代加工带来的“低利润陷阱”。

(1) 在自主创建 OBM 品牌方面：自 2009 年起，公司相继推出了手工具品牌 WORKPRO、电动工具品牌 DuraTech 和工业级工具品牌 SHEFFIELD 等公司独立开发的国际品牌，标志着公司正逐渐由 OEM/ODM 向 OBM 转型。这些品牌的产品在保持与国际品牌相当的质量水平的同时，得益于中国强大的供应链优势，在价格上具有相当的竞争力。

(2) 在并购国际知名品牌方面：参考工具行业龙头史丹利百得，对于工具行业内大型企业而言，通过并购来扩展市场范围是一种常见策略，这不仅丰富产品线，还能够快速突破行业进入壁垒。公司于 2016 年起相继并购欧美手工具全球知名品牌 PONY&JORGENSEN、美国百年工具品牌 Arrow、欧洲储物设备领先品牌 Lista、北美最大的门窗五金公司 Prime-Line 等知名工具品牌，累计投资额达到 30 亿元人民币。

图表 41 2010 年以来公司重要并购事件

时间	收购事件
2010 年 9 月	收购美国百年建筑工具品牌 GOLDBLATT
2015 年 7 月	收购华达科捷，开拓激光测量领域
2016 年 8 月	收购手工具领域全球知名品牌 PONY&JORGENSEN
2016 年 12 月	收购欧达公司，成为世界智能激光测量工具领域领跑者
2017 年 5 月	以 8.6 亿元收购美国百年工具名牌 ARROW，获得第一家位于美国的海外工厂
2018 年 6 月	以 12 亿元收购欧洲专业储存设备第一品牌 LISTA，并继承了其在欧洲德国、意大利、瑞士三家制造工厂
2019 年 2 月	收购美国 SWISS+TECH 品牌，打造巨星自有的户外高端品牌
2019 年 3 月	收购北美最大的门窗可替换五金件供应商 Prime-Line 及其位于美国加州的生产制造基地
2020 年 12 月	收购北美吸尘器知名品牌 Shop-vac，巨星全面进军千亿电动工具市场

2021 年 3 月	收购欧洲百年气动工具品牌 BeA，继承德国和捷克两家海外工厂，加速布局全球化
2021 年 5 月	收购美国百年高端手工具品牌 SK Tools
2021 年 7 月	收购全球领先储存柜公司 GEELONG
2023 年 12 月	收购全球高精度测量巨头 TESA，布局机器人产业链 (存在收购 TESA 取消的风险)

资料来源：Stanley Black & Decker 公司官网，华安证券研究所整理

巨星科技的并购策略主要集中于拥有显著本土化特征的中高端知名工具品牌，这些品牌在其所在地区具备强劲的品牌影响力及深厚的渠道资源。这一策略有利于公司在新市场中迅速建立业务基础，并有效降低可能产生的消费壁垒。例如在 2017 年和 2018 年，公司通过并购在美国大型连锁超市占据近 60% 市场份额的工具品牌 Arrow 和欧洲储物设备领先品牌 Lista，继承了两家品牌在美国完整的供销体系和优质客户资源，同时进一步补强了公司在欧洲、澳洲、南美等地区的销售渠道。

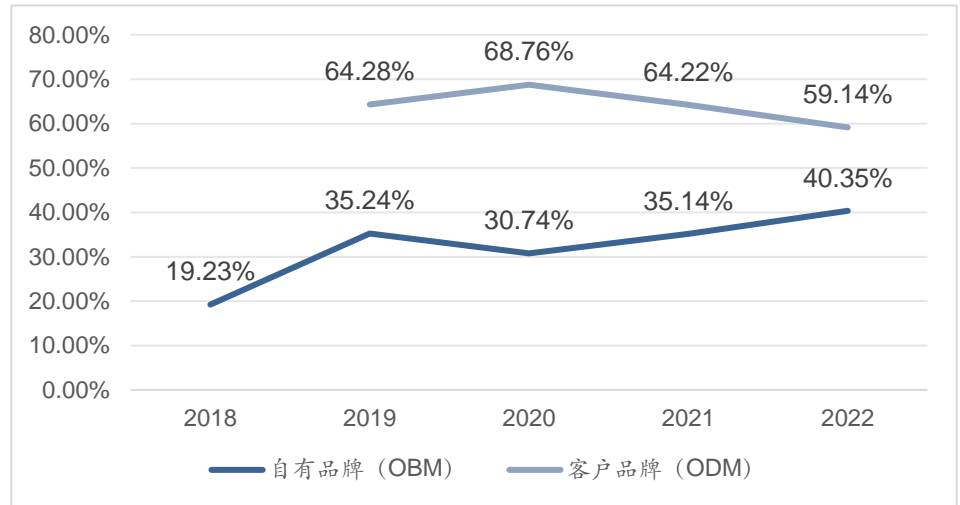
此外，公司于 2023 年 12 月 20 日发布公告称将通过支付现金的方式购买海克斯康集团持有的 TESA Group 的全部资产，交易价格不超过 4000 万欧元。TESA 成立于 1941 年，专注于高精度测量工具的研发制造，是全球前二的 μ 级高精度测量工具制造商，以其极高的精确度和可靠性深受全球各工业级产品分销商青睐。目前 TESA 产品已经逐步完成内嵌完整蓝牙数据传输和连接系统，全面迎接随着数字化和工业 4.0 时代的到来。根据公司公告，本次收购旨在布局机器人零部件加工必须的 μ 级高精度测量工具，完善公司现有产品线，扩充工业级产品客户。在未来完成收购后，公司将复用现有的全球销售渠道对 TESA 产品向更多的国家地区进行推广，并结合中国完善的研发体系和位于瑞士的 TESA 优秀工程师团队，共同开发更多高精度测量工具产品，推进公司全球化布局，创造新的业绩增长点。

图表 42 TESA 高精度测量工具产品图



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 43 公司 OBM 与 ODM 营收占比情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

通过公司并购 Arrow 来看公司的跨国管理品牌能力。品牌管理的关键之一是制定科学合理的品牌战略和构建有效的品牌架构。在单品牌运营模式下，营销活动主要集中于增强该品牌的价值。随着品牌种类的增加，公司必须解决如何协调总品牌与各个子品牌之间关系的复杂问题。在收购 Arrow 之前，公司已经完成了几次对于海外品牌的收购，在跨国管理品牌方面积累了一定的经验。在此背景下，公司成功完成了对 Arrow 公司的并购。

公司依托其在工具产品运营方面的丰富经验，并在深入分析了美国市场、消费者心理、产品特性、竞争环境以及品牌推广能力等多方面因素后，选择并购与自身产品线一致且经营状况良好的 Arrow 公司，并决定保留高管团队的原薪资水平。这一策略有效整合了 Arrow 的资源，显著降低了经营风险并提升了企业的运营效率。对 Arrow 的成功收购加强了公司对海外品牌管理的能力，并为未来在欧美地区并购其他知名工具品牌打下了坚实的基础。

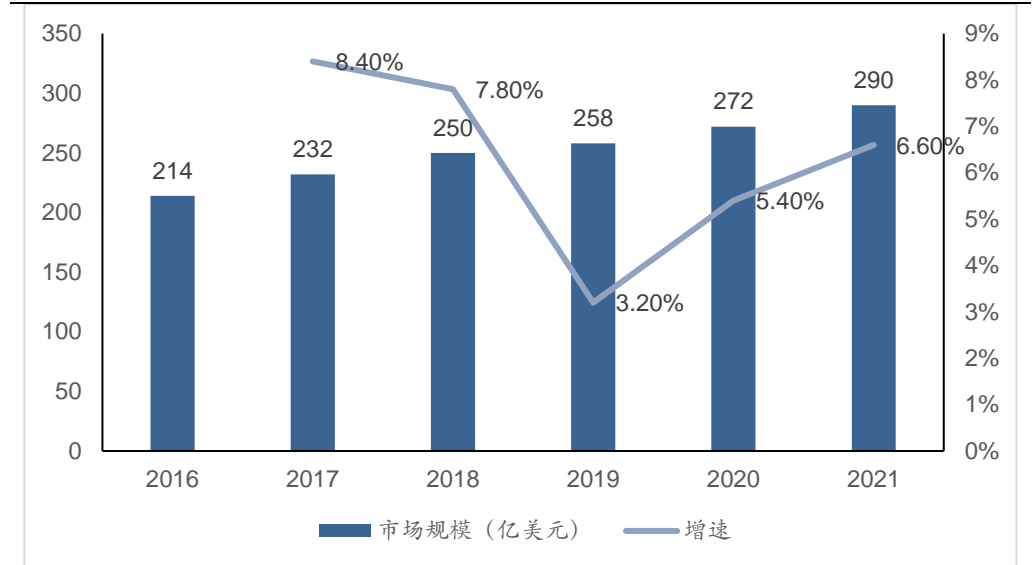
3.4 公司发力动力工具行业，助力取得营收取得突破

根据前文提到的，据华经产业研究院的数据显示，2021 年全球工具市场空间达 670 亿美元，动力工具市场空间约在 415 亿美元，占比约 62%，是手工具市场空间的 1.8 倍。其中电力工具市场空间约 290 亿美元。

动力工具市场作为公司的一个新的增长点，已经取得了显著的进展。自 2017 年以来，公司通过收购美国 Arrow、Shop-Vac 和欧洲 BeA 等公司，依托新品牌的原动力工具产能以及复用手工工具完善的销售渠道，公司在动力工具市场成功跳过 OEM 和 ODM 阶段，直接以 OBM 业务模式进入市场。此外，公司主要在跨境电商渠道和 20V 锂电池等特色品类上寻求突破，避免了与市场龙头的直接竞争。

目前公司在动力工具领域的策略初见成效，已经拥有了 BeA、Workpro、DuraTech、Arrow、Sheffield 钢盾等国际著名品牌，预计未来动力工具将成为公司业务增长的另一剂强心剂。

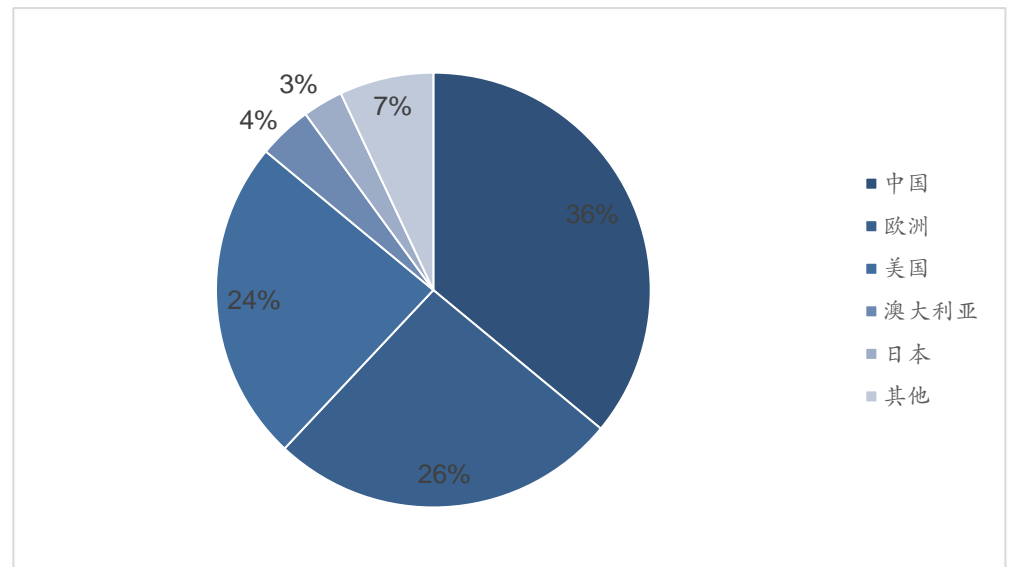
图表 44 2016-2021 全球电动工具市场行业规模情况



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所整理

储能工具作为动力工具的一个重要分支，根据公司公告，目前公司在储能工具已涵盖移动储能 (POWER BANK) 和家用储能 (POWER STATION) 两方面的业务。根据潮电智库，从全球市场来看，2022 年全球新增储能装机量 85.5GWh，同比增长 166%。根据中关村储能产业技术联盟发布的《储能产业研究白皮书 2023》，2022 年全球新增储能装机量中中国、欧洲和美国市场的占比分别为 36%、26%和 24%。

图表 45 2022 年全球新增投运新型储能项目的地区分布



资料来源：中关村储能产业技术联盟，华安证券研究所整理

从中国市场来看，截至 2022 年底，中国已投运电力储能项目累计装机规模 59.8GW，占全球市场总规模的 25%，年增长率 38%。预计随着储能工具原材料碳酸锂价格的持续下滑以及中电联和国家能源局《2023 年上半年电化学储能电站行业统计数据》、《电力

现货市场基本规则（试行）》等政策的发布，2023 年国内新增装机规模有望保持高增长态势。

美国市场是全球移动储能市场的重要组成部分。美国家庭对户外活动的热衷，特别是露营，极大地促进了便携式储能产品的需求。欧美人对户外和阳光的追崇一直虔诚和狂热。根据数据统计机构 Statista，2021 年户外休闲产业为美国国内生产总值（GDP）贡献了约 4540 亿美元，其中对美国 GDP 贡献最大的是非本地旅游，达 1420 亿美元。根据美国户外基金会的户外活动趋势报告，超过半数的美国人在 2020 年参与过至少一次的户外旅行项目。美国民众对户外活动的兴趣直接带动了便携式储能产品的市场扩张。

在当前全球能源形势紧张和电力供应波动的大背景下，欧洲家庭储能市场的潜力正在迅速显现。持续的高电价和对电力供应稳定性的追求使得家庭储能系统作为一种节能减排、提高能源自给自足的有效手段，受到欧洲消费者的欢迎。根据中国储能网的预测，欧洲家庭储能市场在未来几年将实现显著增长。在“中等情景”下，预计到 2026 年，累计部署的住宅储能系统容量将达到 32.2GWh，而在最佳条件下的“高等情景”中，这一数字可高达 44.4GWh。其中德国作为欧洲家庭储能市场的领头羊，预计在 2023 年将实现接近 5GWh 的新增装机量，同比增长 161%。

4 投资建议

4.1 基本假设与营业收入预测

1) 手工具及存储箱柜业务

公司 2023 年半年报显示，存储箱柜业务大幅下滑超过 60%，手工具业务逆势保持了小个位数的增长。我们预测公司手工具及存储箱柜业务 2023-2025 年增速分别为-12.04%/13%/13%，毛利率分别为 31%/30.5%/30%。

2) 动力工具及激光测量仪器业务

动力工具业务作为公司未来发展的第二增长曲线，贡献增长动力。激光测量业务，公司完成越南生产基地各项准备工作并开始出货，且积极开拓新产品市场，未来有望成为公司特色发光业务。我们预测公司动力工具及激光测量仪器业务 2023-2025 年增速分别为-5.5%/34%/34%，毛利率分别为 27%/27%/27%。

3) 其他业务

随着公司收购 TESA 等优质资产，并表带来的其他业务收入增加，我们预测 2023-2025 年公司其他业务增速分别为 223.08%/109.52%/50%，毛利率分别为 76.71%/56.08%/49.59%。

4.2 估值和投资建议

我们看好公司长期发展，预测 2023-2025 年公司实现营收分别为 114.10/136.00/162.06 亿元，2023-2025 年预测归母净利润分别为 17.39/20.58/24.36 亿元；2023-2025 年对应的 EPS 为 1.45/1.71/2.03 元。公司当前股价对应的 PE 为 15/13/11 倍。

我们选取同样是通用机械板块其他通用机械设备，其中同样有出口业务的凌霄泵业、开山股份、中密控股作为可比公司，2023-2025 年平均 PE 分别为 21/17/14 倍，首次覆盖，我们给予“增持”投资评级。

图表 46 可比公司

公司	代码	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				投资评级
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
凌霄泵业	002884.SZ	18.2	1.18	1.14	1.35	1.50	15	16	13	12	未评级
开山股份	300257.SZ	13.65	0.41	0.50	0.70	0.92	33	27	20	15	未评级
中密控股	300470.SZ	34.43	1.49	1.73	2.08	2.49	23	20	17	14	买入
		平均值					24	21	17	14	
巨星科技	002444.SZ	21.72	1.18	1.45	1.71	2.03	18	15	13	11	增持

资料来源：同花顺 iFinD，截止至 2024.02.19 收盘

风险提示

- 1) 技术研发突破不及预期；
- 2) 下游需求不及预期；
- 3) 贸易摩擦及汇率波动的风险；
- 4) 原材料成本大幅波动影响毛利率；
- 5) 市场竞争加剧影响毛利率的风险。

财务报表与盈利预测:

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	10,307	10,782	12,855	15,440	营业收入	12,610.2	11,410.2	13,600.2	16,206.4
现金	4,863	5,854	6,831	8,351	营业成本	9,267	7,873	9,452	11,344
应收账款	1,897	1,797	2,094	2,524	营业税金及附加	47	39	48	58
其他应收款	58	72	90	107	销售费用	757	708	817	892
预付账款	128	92	115	134	管理费用	761	711	821	946
存货	2,813	2,320	2,977	3,460	财务费用	(111)	(49)	(98)	(87)
其他流动资产	548	648	748	863	资产减值损失	(61)	(42)	(52)	(47)
非流动资产	8,273	8,070	7,883	7,719	公允价值变动收益	(51)	(37)	(37)	(42)
长期投资	2,545	2,545	2,545	2,545	投资净收益	177	281	276	245
固定资产	1,519	1,469	1,375	1,282	营业利润	1,687	2,062	2,437	2,881
无形资产	713	647	588	536	营业外收入	1	2	1	1
其他非流动资产	3,497	3,410	3,376	3,356	营业外支出	21	21	21	21
资产总计	18,580	18,852	20,738	23,158	利润总额	1,667	2,043	2,417	2,861
流动负债	3,742	2,914	3,178	3,545	所得税	222	273	323	382
短期借款	1,379	500	400	400	净利润	1,445	1,770	2,094	2,479
应付账款	1,367	1,467	1,729	2,035	少数股东损益	25	31	36	43
其他流动负债	996	947	1,049	1,111	归属母公司净利润	1,420	1,739	2,058	2,436
非流动负债	1,213	1,213	1,213	1,213	EBITDA	1,787	2,254	2,569	3,010
长期借款	799	799	799	799	EPS (元)	1.18	1.45	1.71	2.03
其他非流动负债	415	415	415	415					
负债合计	4,955	4,128	4,391	4,759					
少数股东权益	227	257	294	337	主要财务比率				
股本	1,203	1,203	1,203	1,203	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
资本公积	3,714	3,714	3,714	3,714	成长能力				
留存收益	8,366	9,623	11,199	13,153	营业收入	15.48%	-9.52%	19.19%	19.16%
归属母公司股东权益	13,398	14,466	16,053	18,063	营业利润	22.47%	22.25%	18.17%	18.21%
负债和股东权益	18,580	18,852	20,738	23,158	归属于母公司净利润	11.78%	22.51%	18.34%	18.36%
					获利能力				
					毛利率(%)	26.51%	31.00%	30.50%	30.00%
					净利率(%)	11.46%	15.51%	15.40%	15.30%
					ROE(%)	10.42%	11.81%	12.59%	13.24%
					ROIC(%)	14.58%	18.25%	18.63%	19.13%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	26.67%	21.90%	21.18%	20.55%
					净负债比率(%)	-19.71%	-30.94%	-34.46%	-38.87%
					流动比率	2.75	3.70	4.04	4.36
					速动比率	2.00	2.90	3.11	3.38
					营运能力				
					总资产周转率	0.68	0.61	0.66	0.70
					应收账款周转率	6.83	6.18	6.99	7.02
					应付账款周转率	6.16	5.56	5.92	6.03
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.18	1.45	1.71	2.03
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.36	1.76	1.07	1.48
					每股净资产(最新摊薄)	11.14	12.03	13.35	15.02
					估值比率				
					P/E	18.4	15.0	12.7	10.7
					P/B	1.9	1.8	1.6	1.4
					EV/EBITDA	37.92	30.06	26.36	22.50

资料来源: WIND, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：张帆，华安机械行业首席分析师，机械行业从业2年，证券从业14年，曾多次获得新财富分析师。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。