

创科实业 (00669.HK)

买入 (首次评级)

港股公司深度研究

证券研究报告

持续夯实竞争优势,全球电动工具巨头

行稳致远

稳健增长的全球电动工具龙头。公司以 OEM 业务起家,通过并购多个知名品牌实现了企业 OBM 转型,目前已成长为全球电动工具龙头。公司产品覆盖电动工具、手动工具、户外园艺工具及地板护理,旗下拥有 Milwaukee、RYOBI、AEG、Hoover、Vax 等多个业内知名品牌。据 Frost&Sullivan,公司以 16.6%的市场份额位居全球电动工具首位。2023 年公司营收 137.31 亿美元,2018 年至 2023 年 CAGR 为 14.4%;归母净利润 9.76 亿美元,2018 年至 2023 年 CAGR 为 12.1%。毛利率连续 15 年提升,由 2008 年的 30.8%提升至 2023 年的 39.5%。

行业:电动工具赛道长坡厚雪,龙头份额有望持续提升。据 Frost&Sullivan,2020-2025 年全球电动工具市场 CAGR 达 5.9%,预计 2025 年达到 386 亿美元,其中无绳化产品渗透率快速提升,2020-2025 年无绳/有绳电动工具市场 CAGR 分别为 9.9%/2.1%,预计无绳化产品渗透率将由 2020 年的 47.0%提升至 2025 年的 56.0%。市场格局方面,电动工具行业集中度较高,CR3 为 47.5%,由于电动工具具备较强的用户使用粘性,又叠加龙头公司具备电池生态优势,我们预计行业集中度有望进一步提升。

核心竞争优势:1)两大领导品牌:公司旗下 Milwaukee、Ryobi 均为行业领导品牌,通过长期持续的产品创新迭代和电池平台生态铸就高用户粘性和品牌壁垒。**2)强劲产品力:**公司率先布局锂电化无绳类产品,自研核心三电技术领先行业,持续快速迭代创新维持产品力的领先。**3)深度绑定渠道龙头:**深度绑定美国最大家装零售商家得宝,2023 年家得宝渠道贡献公司 44%的营收,渠道壁垒护城河深厚。

盈利预测、估值和评级

预计 2024/2025/2026 年公司实现营业收入 146.8/161.1/178.1 亿美元,同比 +6.9%/+9.7%/+10.5%;归母净利润分别为 11.5/13.3/15.4 亿美元,同比+18.2%/+15.3%/+15.7%,对应 PE 分别为 21.2/18.4/15.9X。考虑到公司作为电动工具行业龙头,北美降息周期开启有望提振工具终端需求,叠加公司竞争优势凸显,份额+盈利能力有望持续提升,给予公司 24 年 25x,目标价 122.76 港元/股。首次覆盖,给予“买入”评级。

风险提示

美国降息不及预期;关税成本上升;汇率变动;行业竞争加剧

国金证券研究所

分析师:王刚(执业 S1130524080001)

wang_g@gjzq.com.cn

分析师:赵中平(执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师:张杨桓(执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价(港币):104.000 元

目标价(港币):122.76 元



主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万美元)	13,254	13,731	14,679	16,110	17,807
营业收入增长率	0.38%	3.60%	6.90%	9.75%	10.54%
归母净利润(百万美元)	1,077	976	1,154	1,330	1,539
归母净利润增长率	-1.99%	-9.36%	18.15%	15.29%	15.73%
摊薄每股收益(美元)	0.59	0.53	0.63	0.73	0.84
每股经营性现金流净额	0.67	1.15	1.11	1.06	1.21
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.69%	16.99%	18.17%	18.84%	19.47%
P/E	19.01	22.41	21.20	18.39	15.89
P/B	3.94	3.81	3.85	3.46	3.09

来源:公司年报,国金证券研究所(注:股价更新至 2023 年 8 月 21 日,汇率取 1 港币=0.1283 美元)



内容目录

1、全球电动工具龙头，打造多品牌产品矩阵.....	4
1.1、发展历程：从 OEM 代工走向全球电动工具龙头.....	4
1.2、业务布局：立足电动工具，打造多品牌产品矩阵.....	4
1.3 营收保持稳健增长，盈利能力持续提升.....	5
2、电动工具市场长坡厚雪，龙头份额有望持续提升.....	7
3、“品牌、产品、渠道、供应链”四要素打造公司护城河.....	10
3.1、百年品牌价值凸显，持续并购完善品牌矩阵.....	10
3.2、电池平台提升用户粘性，重研发持续产品推新.....	11
3.3、深度绑定家得宝，线上线下同步拓展.....	13
3.4、全球化产能布局，注重自研与成本控制.....	14
4、盈利预测与投资建议.....	15
5、风险提示.....	16

图表目录

图表 1： 公司代工业务起家，通过持续收购打造多品牌矩阵.....	4
图表 2： 产品营收拆分（单位：百万美元）.....	4
图表 3： 公司产品丰富.....	4
图表 4： 公司营业收入稳定增长（单位：百万美元）.....	5
图表 5： 公司归母净利润快速增长（单位：百万美元）.....	5
图表 6： 公司毛利率逐年提高.....	5
图表 7： 公司经营性现金流情况良好（单位：百万美元）.....	5
图表 8： 公司 ROE 业内领先.....	6
图表 9： 公司净利率稳健提升.....	6
图表 10： 公司资产周转率业内领先.....	6
图表 11： 公司权益乘数稳定.....	6
图表 12： 公司分红率稳中有升.....	6
图表 13： 公司实施积极的股票回购政策.....	7
图表 14： 全球电动工具市场头部效应明显.....	7
图表 15： 电动工具重点企业概况.....	8
图表 16： 电动工具产业链概览.....	9
图表 17： 建筑行业为电动工具的主要应用场景.....	9
图表 18： 线下是电动工具销售的主要渠道.....	9
图表 19： 2023 年全球电动工具市场区域划分.....	10



图表 20:	美国房屋销量 (套数) 增速与美国利率存在明显的负相关关系	10
图表 21:	美国成屋销量底部基本已经形成 (单位: 千套)	10
图表 22:	公司品牌介绍	11
图表 23:	Milwaukee 搭载充电式平台产品逐年增加	12
图表 24:	POWERSTATE™ 无刷电机技术显著提升产品性能	12
图表 25:	公司 2023 年 LDP 计划实施结果	13
图表 26:	公司研发费用率呈上升趋势	13
图表 27:	美国家装零售商市场份额格局集中	13
图表 28:	家得宝工具品类收入情况	13
图表 29:	Milwaukee 入驻 27 家经销商线上平台	14
图表 30:	公司供应商主要分布在亚洲和北美	14
图表 31:	公司员工主要集中在亚洲和美州	14
图表 32:	电动工具成本拆分	15
图表 33:	全球及中国电动工具用锂电池装机量	15
图表 34:	2020 年中国企业电动工具用电池出货量份额可观	15
图表 35:	收入拆分	16
图表 36:	可比公司估值比较	16

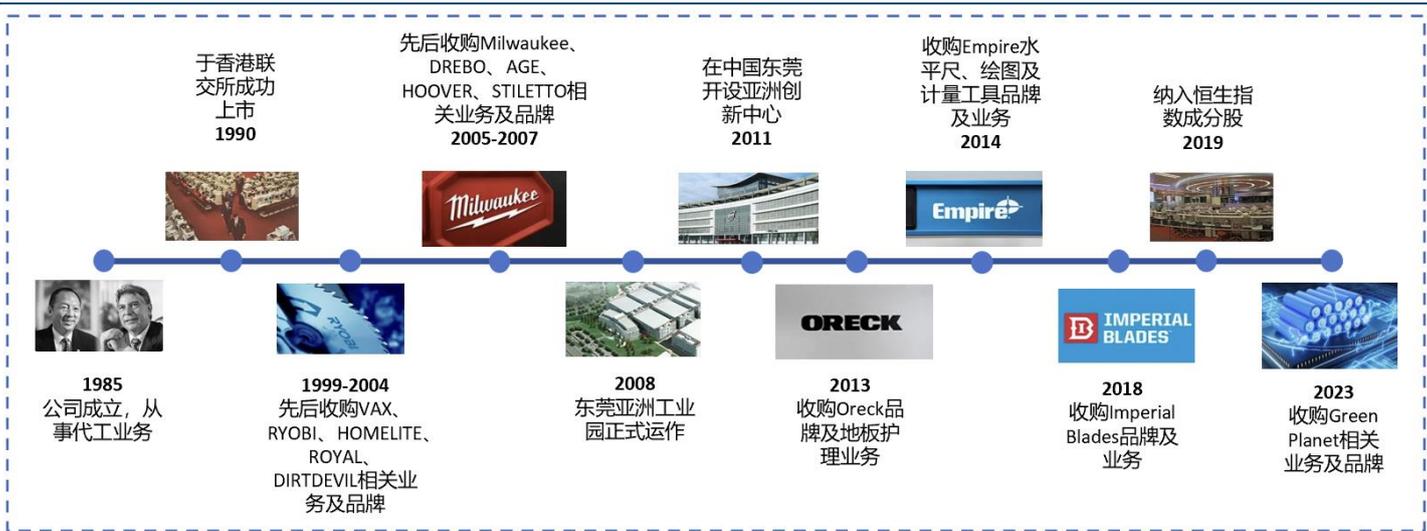


1、全球电动工具龙头，打造多品牌产品矩阵

1.1、发展历程：从 OEM 代工走向全球电动工具龙头

OEM 代工起家，转型 OBM 成长为全球电动工具龙头。公司以 OEM 业务起家，成立于 1985 年，通过并购多个知名品牌实现了企业 OBM 转型，目前已成长为全球电动工具龙头，以 16.6% 的市场份额位居全球电动工具首位。2023 年公司营收 137.31 亿美元，2018 年至 2023 年 CAGR 为 14.4%；归母净利润 9.76 亿美元，2018 年至 2023 年 CAGR 为 12.1%。公司产品覆盖电动工具、手动工具、户外园艺工具及地板护理，旗下拥有 Milwaukee、RYOBI、AEG、Hoover、Vax 等多个业内知名品牌。

图表1：公司代工业务起家，通过持续收购打造多品牌矩阵



来源：Wind，公司官网，国金证券研究所

1.2、业务布局：立足电动工具，打造多品牌产品矩阵

公司主要拥有两大业务，分别为电动工具业务、地板护理及清洁业务。其中，电动工具业务为主要业务，包括电动工具、设备、户外园艺工具、配件、手动工具及储物产品等，主要使用场景包括家居装修、维修、保养、户外园艺、建造业及基建相关业务等；地板护理及清洁业务主要包括直立式吸尘器、地毯吸尘器、手持吸尘器、地板清洗机等家庭及商业清洁产品。目前公司电动工具业务拥有 9 大品牌，覆盖工业级 & 专业级、消费级市场，Milwaukee、Ryobi 分别为两个市场的龙头品牌；地板护理及清洁业务拥有 4 大品牌，其中 Hoover 在充电式清洁产品领域中占据领先地位。2023 年，公司总营收为 137.5 亿美元，其中电动工具业务营收为 128.0 美元，占比 93.2%。2024H1，公司总营收为 73.1 亿美元，其中电动工具业务营收为 68.8 美元，占比 94.2%。

图表2：产品营收拆分（单位：百万美元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表3：公司品牌丰富



来源：公司官网，国金证券研究所

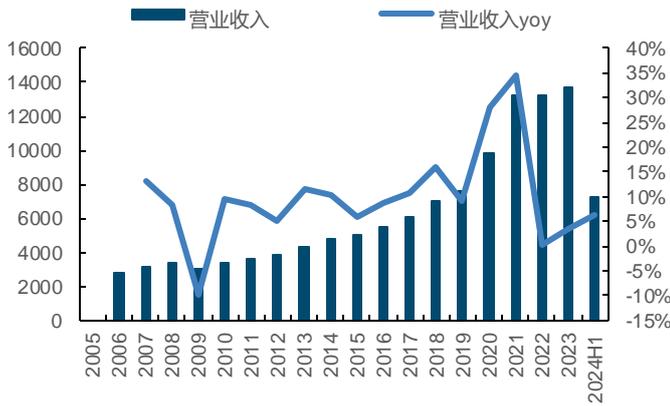


1.3 营收保持稳健增长，盈利能力持续提升

营收增长稳健，毛利率连续 15 年提升。2005 年至今，公司收入端除了 2009 年因金融危机等因素出现负增长外，其余年份均保持稳定正增长，2023 年公司实现收入 137.5 亿美元/+3.6%，归母净利润 9.8 亿美元/-9.4%，2024H1 实现收入 73.1 亿美元/+6.3%，归母净利润 5.5 亿美元/+15.7%。盈利能力方面，2008 年公司毛利率从 2008 年的 30.8% 持续提升至 2023 年的 39.5%，实现连续 15 年正增长，净利率从 2008 年的 0.7% 提升至 2023 年的 7.1%。2024H1 公司毛利率与净利率也进一步提升至 39.9% 和 7.52%。

图表4：公司营业收入稳定增长（单位：百万美元）

图表5：公司归母净利润快速增长（单位：百万美元）

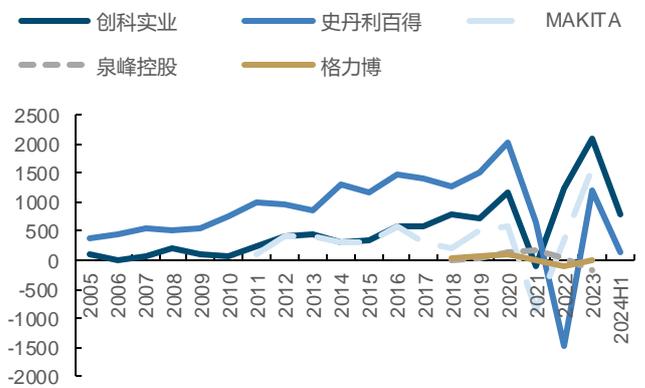
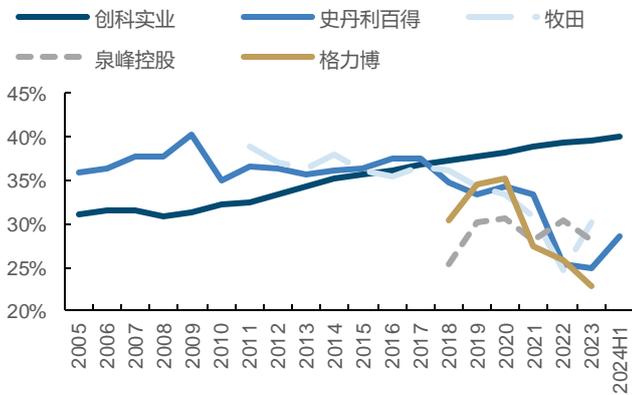


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表6：公司毛利率逐年提高

图表7：公司经营性现金流情况良好（单位：百万美元）



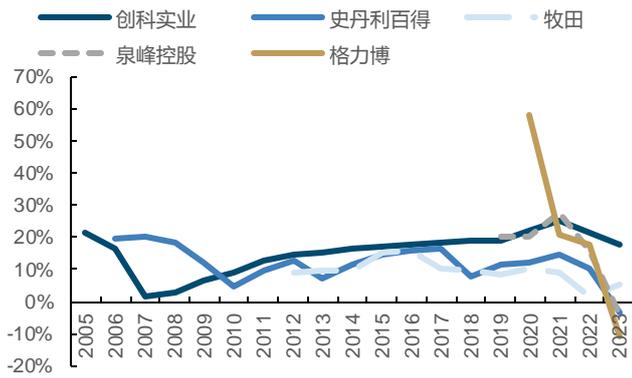
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

公司 ROE 领先行业，且整体保持提升趋势。公司 ROE 水平在行业中处于领先地位，自 2012 年以来均保持在 15% 以上，整体呈现持续提升的趋势。2023 年受电动工具行业去库等因素影响，行业内公司 ROE 普遍承压，而公司作为行业龙头 ROE 表现出更强的韧性。杜邦拆分来看，公司净利率相较可比公司更为稳定，且有持续提升趋势，资产周转效率持续领跑，权益乘数稳定合理，公司资本结构健康。行业龙头的稳固地位及与家得宝的深度合作保障其稳定的市场份额，随着公司继续推新、生产环节再优化，盈利能力持续提升可期，有望带动公司 ROE 长期稳健增长。

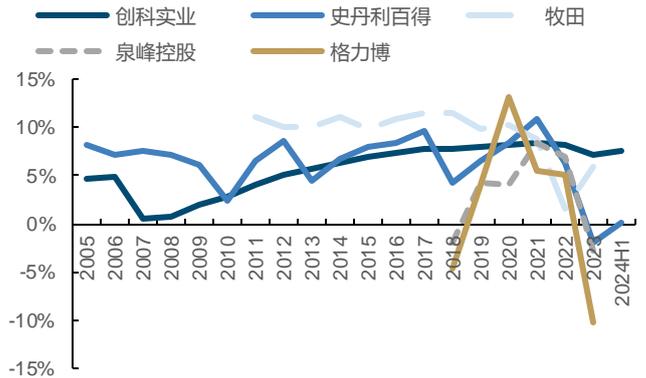


图表8: 公司 ROE 业内领先



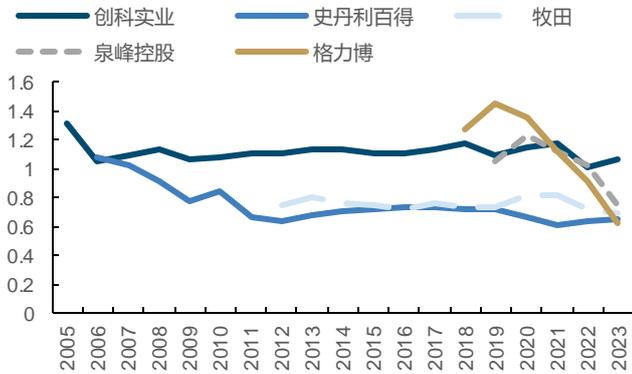
来源: Wind, 国金证券研究所

图表9: 公司净利率稳健提升



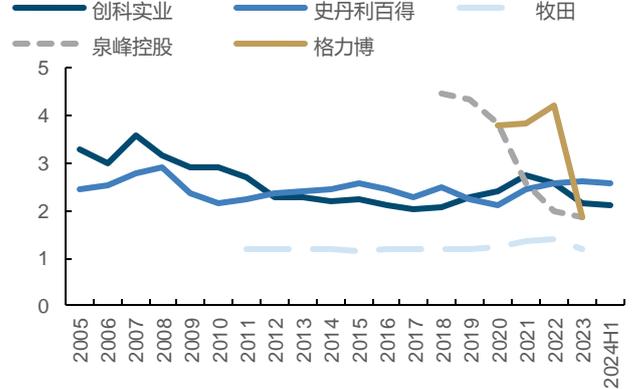
来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 公司资产周转率业内领先



来源: wind, 国金证券研究所

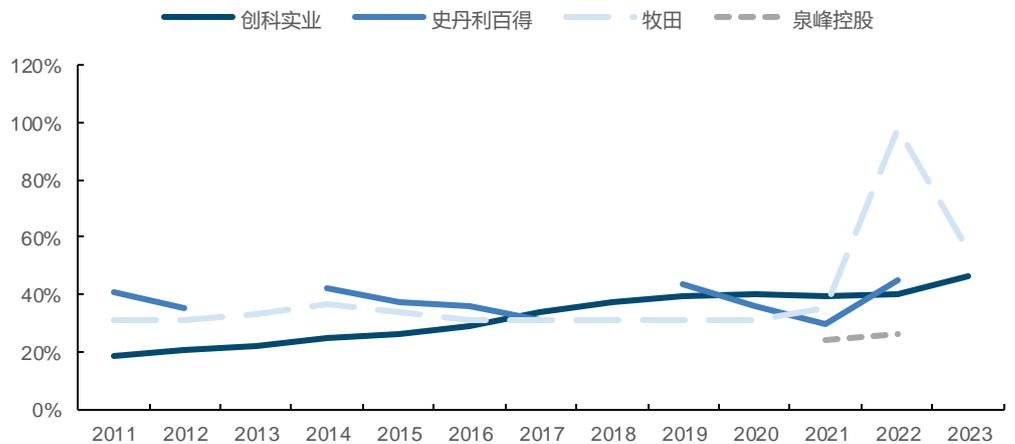
图表11: 公司权益乘数稳定



来源: wind, 国金证券研究所

公司重视投资者回报，近十年分红率稳定提升。自 2011 年以来，公司分红率由 18.9% 稳步提升至 46.4%。稳定的分红彰显了公司较强的盈利能力、健康的经营现金流以及对投资者回报的高度重视。通过持续的分红，公司为投资者提供了稳定的现金回报，增强了投资者的持股意愿，为股东创造了长期价值，也增强了市场对公司的长期信心。

图表12: 公司分红率稳中有升



来源: Wind, 国金证券研究所

公司积极回购股票，加强股东回报。公司近年来持续回购股份进行股权激励或直接注销，持续回购行为不仅优化了股本结构，同时也提升了净资产收益，反映了公司对股东回报的重视。2016 年以来，公司累计回购股份 2337 万股，约占总股本的 1.3%。



图表13: 公司实施积极的股票回购政策

年份	市场行为
2016	于市场购买 240.35 万公司普通股用作股份奖励计划，其中 150 万股于 2016 年结算及注销，150 万股于 2017 年 1 月结算及注销
2017	150 万股普通股于 2017 年结算及注销
2018	回购 860 万股普通股，其中 710 万股于本年度注销，150 万股于 2019 年 1 月注销
2019	共注销 235 万股普通股，其中 85 万股于本年度回购及结算，150 万股于 2018 年 12 月回购并于 2019 年 1 月注销
2020	于市场购买 212 万股本公司股份用于股份奖励计划
2021	于市场购买 475 万股本公司股份用于股份奖励计划
2022	于市场购买 80 万股本公司股份用于股份奖励计划
2023	于市场购买 35 万股本公司股份用于股份奖励计划，此外回购 50 万股普通股并注销

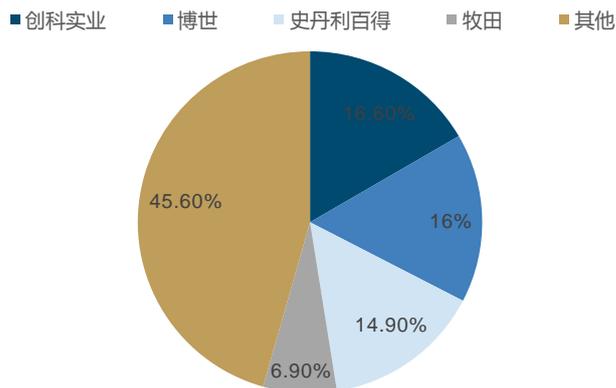
来源：公司公告，国金证券研究所

2、电动工具市场长坡厚雪，龙头份额有望持续提升

全球动力工具市场规模超过 400 亿美元，其中电动工具市场占比 7 成以上。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，其中动力工具分为电动工具和其他动力工具。据弗若斯特沙利文统计，全球动力工具市场规模由 2016 年的 309 亿美元增长到 2020 年的 392 亿美元，2016-2020 年 CAGR 为 6.1%，预计 2025 年达 513 亿美元。动力工具市场中，电动工具为主要市场，根据弗若斯特沙利文统计，2020 年电动工具占整个动力工具市场的 74.2%，市场规模达到 291 亿美元，2016-2020 年 CAGR 为 6.2%，预计 2025 年达到 386 亿美元，2020-2025 年 CAGR 为 5.9%。

电动工具全球市场格局较为集中，头部效应明显。工具行业发展历史较长，格局稳定，难以出现快速且颠覆式的商业模式创新或产品形态改变，龙头企业多已通过品牌、产品、渠道等要素建立较强的先发优势，拥有更强的风险应对能力，形成强者恒强的局面。经弗若斯特沙利文统计，2018-2020 年，龙头行业 CR10 均超过 70%。2020 年公司与博世、史丹利百得、牧田、创科实业为全球电动工具前三大企业，分别占比 16.6%、16.0%和 14.9%，头部效应明显。

图表14: 全球电动工具市场头部效应明显



来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所



图表15: 电动工具重点企业概况

	创科实业 (TTi)	史丹利百得 (StanleyBlack&Decker)	牧田 (Makita)	泉峰控股 (Chervon)	博世 (Bosch)
国家	中国	美国	日本	中国	德国
创办时间	1985	1843	1915	1999	1886
上市与否/上市地点	HKEX	NYSE	TSE	HKEX	未上市
主营业务	电动工具业务、地 板护理及清洁业 务等	工具及存储业务、工业 业务等	电动工具业务、 配件业务、工具 和家用产品业务	销售电动工具业 务、户外动 力设备业务等	移动解决方案、工 业技术、消费品、 能源及建筑等
2023 年营收-北美/欧洲/其他	68%/21%/11%	67%/19%/14%	13%/48%/39%	68%/21%/11%	
2023 年营收-工具/其他	99%/1%	85%/15%	79%/21%	99%/1%	

来源: Wind, 泉峰控股招股说明书, 国金证券研究所

电动工具行业增长稳定，锂电渗透率持续提升。电动工具产品内部存在渗透率提升、产品结构升级等促进因素。无绳化电动工具通过直流供电方式，改善了通过电线为工具提供能量的情况，拓展了电动工具的使用半径，市场渗透率逐年提高。根据弗若斯特沙利文统计，2020 年无绳类和有线类产品市场规模分别为 103/116 亿美元，自 2016-2020 年分别以 9.3%/4.2% 的复合增速增长。2025 年无绳/有线市场规模分别有望达 164/128 亿美元，预计 2020-2025 年无绳/有线类产品 CAGR 分别为 9.9%/2.1%。

工业级&专业级电动工具占据大部分市场份额。按使用场景，电动工具可划分为工业级&专业级和消费级。工业级电动工具技术含量较高、精度高、持续工作能力强，主要用于专业工程队及高精度行业，如航空工业级型材切割机等。专业级电动工具功率较大，使用寿命较长，性能较好，同时价格较消费级电动工具更高，主要应用于有较强专业要求的建筑行业及工程建设。消费级电动工具又称 DIY 电动工具，该类工具精确度较低且不适合长时间连续工作，主要被应用于技术含量较低的工作，比如家庭用维修及装饰类电动工具。2020 年，工业级&专业级电动工具销售额为 202 亿美元，约占电动工具行业的 69.4%，预计 2025 年将达到 271 亿美元，占比 70.2%。

电动工具产业链完整，下游使用场景主要集中在建筑行业。电动工具产业链上游为各类原材料（如铜、塑料、漆包线等）、电器配件（如电芯、电驱、电源、电控等）、中间零部件（如齿轮等）及能源供应商。中游主要为创科实业、史丹利百得等电动工具制造企业。下游主要依靠家得宝、劳士、沃尔玛等大型建材超市及零售超市构成线下销售网络。据弗若斯特沙利文统计，2020 年电动工具线下销售额达 261 亿美元，占其总销售额的 89.7%，预计该比例至 2025 年仍可维持在 84.5%。终端的使用场景主要集中在建筑行业，但细分应用场景呈现多样化，根据史丹利百得投资者演示文稿数据显示，2023 年住宅修理&及新建住宅场景合计占比 50%，商业建筑场景占比 16%，此外，在工业、汽修、户外等非建筑场景中亦有 30% 以上的应用。

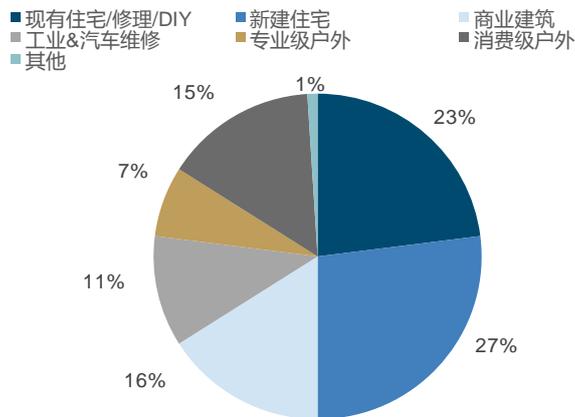


图表16: 电动工具产业链概览



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表17: 建筑行业为电动工具的主要应用场景



来源: 史丹利百得 2024 年 Investigator Presentation, 国金证券研究所

图表18: 线下是电动工具销售的主要渠道

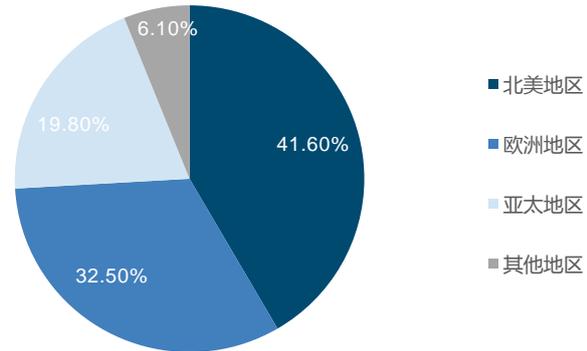


来源: Frost&Sullivan, 国金证券研究所

欧美地区贡献主要需求，新兴地区潜力可期。受人均居住面积、生活习惯及 GDP 水平的影响，电动工具的需求主要集中在欧美地区，并形成了成熟的工具市场。其中，由于美国的住宅多为木结构，且人均居住面积较大，居民多有动手 DIY 的生活习惯，因此对电动工具的需求更强。据 iiMedia Research 统计，2023 年，北美和欧洲的市场规模分别占全球市场的 41.6%和 32.5%，亚太地区的电动工具市场规模约占全球市场的 19.8%。随着社会经济水平的不断提升，未来中国等新兴市场的需求有望逐渐增强，为全球工具行业带来更大的增长空间。



图表19: 2023 年全球电动工具市场区域划分

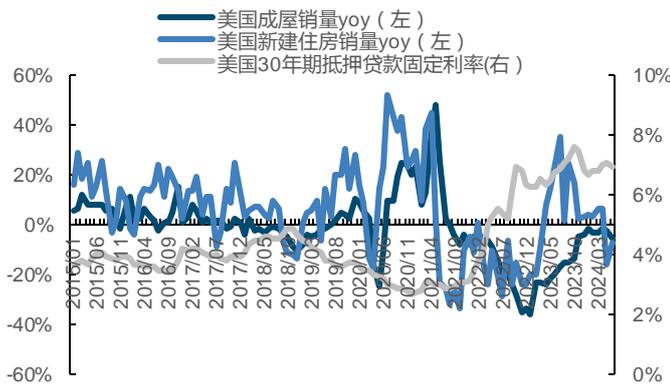


来源: iiMedia Research, 国金证券研究所

美国成屋销售修复可期, 工具需求有望受益。美国成屋、新屋销售增速与美国利率存在明显的负相关关系, 自 2021 年美国持续加息以来, 美国房地产景气度持续下行。电动工具主要应用场景包括建筑、装修等, 因此与宏观经济周期、地产景气度总体关联度密切, 带有地产后周期属性。站在当前时点, 随着美国降息预期逐步明朗, 美国房贷利率有望下调, 美国房地产销售尤其是成屋销售有望触底反弹, 从而推动工具行业景气度上行。

图表20: 美国房屋销量(套数)增速与美国利率存在明显的负相关关系

图表21: 美国成屋销量底部基本已经形成(单位: 千套)



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

3、“品牌、产品、渠道、供应链”四要素打造公司护城河

3.1、百年品牌价值凸显, 持续并购完善品牌矩阵

行业马太效应凸显, 公司为行业龙头。工具行业经多年发展, 格局已基本稳定。根据弗若斯特沙利文, 2020 年公司市占率达到第一, 占比 16.6%。公司对于市场十分敏锐, 紧抓“无绳化”等行业新趋势, 并通过持续创新稳固、提升行业地位, 通过对 Milwaukee 等品牌的高效运作, 公司在无绳类电动工具市场市占率已达到全球第一。

公司品牌矩阵完善, 品牌认知度高。通过 1999 年-2007 年间的持续并购, 公司实现从 OEM/ODM 向 OBM 的转型, 构筑了电动工具业务与地板护理及清洁业务两大业务线的品牌矩阵。

1) 电动工具业务方面,通过并购扩张, 公司目前拥有 13 个品牌, 其中电动工具业务拥有九大品牌, 覆盖了电动工具的三大分类:

核心品牌 Milwaukee 成立于 1924 年, 占公司电动工具收入的大部分份额。根据公司 2022 年投资者演示文稿数据显示, Milwaukee 营收为 81 亿美元, 约占当年公司电动工具收入的 66%, 已成为公司电动工具业务的主要增长来源。该品牌产品主要面向专业级与工业级市场, 目前已成为世界第一的专业充电式电动工具品牌, 其产品线从单一电动工具扩展到六大类别, 包括电动工具配件、手动工具、户外电动工具、储存解决方案、个人防护装备



等，针对来自多个垂直用户领域，如基础建设、建筑、电力设施、可再生能源、采矿、数据通讯及运输维修行业等。根据 protoolreviews 网站统计，2024 年 Milwaukee 以 41% 的优势占据最佳工具品牌投票排行榜第一，表明消费者对 Milwaukee 工具的认可度颇高。

另一核心品牌 Ryobi 主要面向消费级市场，为世界第一的 DIY 工具及充电式户外电动设备品牌，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，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。

其他七大品牌业务涉及电动工具制造、电动工具配件、储存工具、个人安全工具等，主要市场面向美国、澳洲等地区，其中 AEG、Stiletto、Empire 主要面向工业级&专业级市场，Homelite、HART、Imperial Blades、Kango 主要面向消费级市场。各品牌之间优势互补，形成强大品牌效应。

2) 地板护理及清洁业务方面，公司拥有 Hoover、VAX、Dirt Devil、Oreck 四大品牌。

Hoover 已成为全球增长最快的污渍清洗机品牌，拥有直立式、卧式、洗地机及专业的商用、家用清洁机等产品，创建了 HOOVER ONEPWR 充电系统，主打无线清洁工具的制造，目前已做到全球领先，主要产品包括直立式和手杖式吸尘器、手持式吸尘器、地板清洁机、地毯清洗机等有线和充电式产品。

VAX 是英国首屈一指的地板护理品牌，提供所有地板护理类别的清洁产品，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。

图表22：公司品牌介绍

品牌	产品类别	主要市场	收购时间	品牌成立时间
	电动工具	美国	2005 年 1 月完成收购电动工具业务	1924
	电动工具	北美洲、欧洲、澳大利亚、西亚	2000-2004 年收购 RYOBI 电动工具及户外园艺电动工具业务 2003 年收购 RYOBI 地板护理业务	1905
	电动工具	欧洲	2005 年 1 月完成收购电动工具业务	1887
	电动工具	美国	2014 年 5 月收购水平尺、绘图及计量工具	1919
	电动工具	美国	2018 年 10 月收购电动工具配件业务	2008
	电动工具	美国	2007 年收购手动工具业务	2007
	电动工具	澳大利亚	-	1920s
	电动工具	美国、澳大利亚	-	1983
	电动工具	美国	2001 年 11 月收购户外园艺工具业务	1921
	地板护理及清洁	美国	2006 年 12 月收购地板护理产品业务	1908
	地板护理及清洁	美国、加拿大、欧洲	2013 年 7 月收购地板护理产品业务	1963
	地板护理及清洁	美国、大洋洲	1999 年	1977
	地板护理及清洁	北美、欧洲	2003 年	1984

来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

3.2、电池平台提升用户粘性，重研发持续产品推新

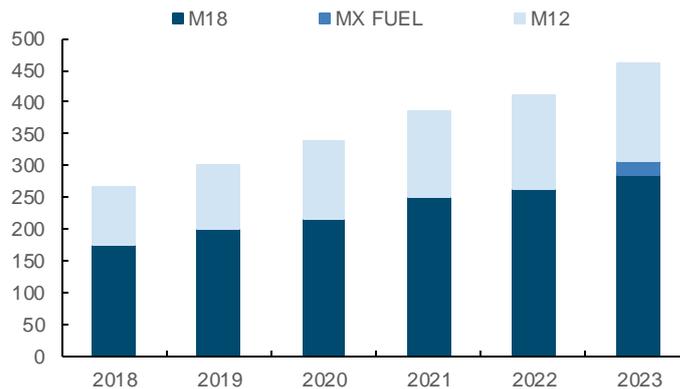
掌握核心锂电池技术，打造电池平台提升用户粘性。电池技术是公司打造竞争优势极其重要的环节，2005 年起，公司即研制出搭载锂电池的充电式电动工具，将电动工具行业带入锂电时代。电池组同一功率的锂电池作为一个平台，组成产品生态体系，同平台电池可



以搭配不同工具使用，用户可借此降低工具的平均锂电池成本，公司能够借此形成电池平台优势，有效提升用户粘性。

截至 2023 年，公司三大品牌 Milwaukee、Ryobi、Hoover 已分别拥有优势电池平台。Milwaukee 拥有 M12、M18 及 MX FUEL 三大平台，共可搭载产品数量达到 460 种；Ryobi 拥有 18 伏特 ONE+、40 伏特、80 伏特、USB LITHIUM 四大平台，可搭载产品数量超过 400 种，每类电池平台均拥有 HP 系列和 WISPER 系列，HP 系列搭载无碳刷马达，性能更优，WHISPER 系列采用先进降噪技术，可降低 85% 的工具噪音；Hoover 拥有 ONEPWR 充电平台，搭载 20+ 种产品，覆盖消费者各类需求。

图表23: Milwaukee 搭载充电式平台产品逐年增加



来源：公司公告，国金证券研究所

公司持续投资于所需的高性能锂电池、无碳刷马达、电子系统等突破性技术。2012 年，Milwaukee 推出了 POWERSTATE™ 无刷电机技术，实现了能效的显著提升，搭载到不同产品后，能够显著延长马达寿命，效能超过主要竞争对手。2010 年，Milwaukee 推出了 REDLITHIUM™ 红锂电池，适用于 M12 和 M18 工具，据公司年报，REDLITHIUM™ 电池比其他同类产品动力高 20%，寿命和使用时间延长一倍。此外，公司研发 REDLINKPLUS™ 电子系统通过软件算法，控制工具性能达到最佳，同时该系统具备全面系统讯号，能够监控充电器与工具本身，控制充电功率，在工具停转时拥有自动关闭的保护功能，有效提高了工具的安全性和使用寿命。

图表24: POWERSTATE™ 无刷电机技术显著提升产品性能

产品名称	M18 FUEL 1/4" Hex Impact Driver	M18 Compact Brushless 1/4" Hex Impact Driver
马达类型	POWERSTATE™	Brushless
电压	18V	18V
电池系列	M18	M18
最大扭矩	2000 in-lbs	1700 in-lbs
每分钟最大转数	3900rpm	3600rpm
每分钟冲击次数	0-4400 ipm	0-4900 ipm

来源：公司官网，国金证券研究所

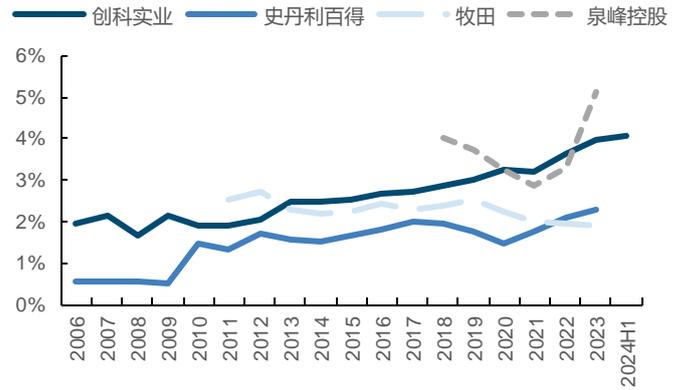
持续推新能力为重中之重，公司重视人才引进、保持高研发投入。推出毛利率更高的新品是公司长期坚持的战略之一，因此公司十分重视研发人才的引入与培养，公司研发费率多年维持在 3% 左右，在行业中位于较高水平。公司的领导才能发展计划 (LDP) 尤为重视软件与电子工程专业人才的培养，通过 LDP 引进人才数量逐年增加，截至 2023 年末，该计划已成功为公司招聘了超过 10500 名 LDP 优才人士。在公司持续的人才与资源投入下，公司不断根据需求改进技术，每年推出性能更好、毛利率更优的新产品，促进产品更新迭代。



图表25: 公司 2023 年 LDP 计划实施结果



图表26: 公司研发费用率呈上升趋势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

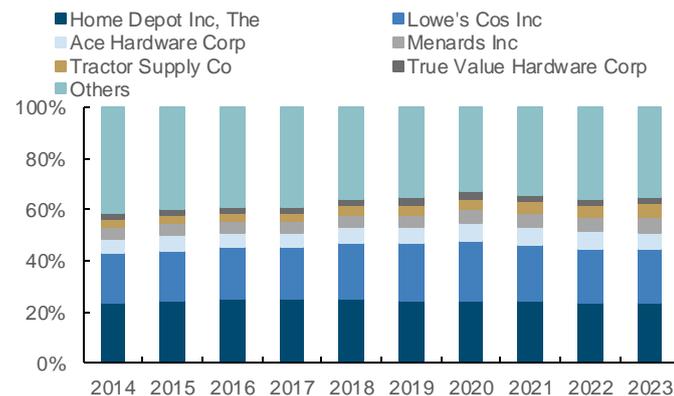
来源: Wind, 国金证券研究所

3.3、深度绑定家得宝，线上线下同步拓展

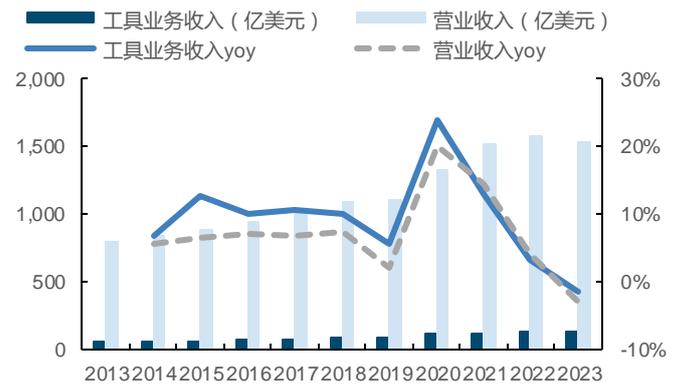
欧美电动工具的销售以线下渠道为主，其中美国家装零售商格局更集中。由于电动工具产品间存在较强相似性及互相补充的特性，消费者更倾向于在大型商超体验及对比，系列产品也更容易搭配销售。据弗若斯特沙利文统计，线下销售额占电动工具总销售额的89.7%。美国线下渠道的集中度高，根据欧睿数据显示，排名前两名的家装零售商分别为家得宝（Home Depot）、劳氏（Lowe's），2023年市占率分别为23.2%、21.2%。

公司与家得宝合作关系紧密，互惠互利共同成长。公司自2000年收购Ryobi业务以来，便与家得宝建立了稳固的长期合作伙伴关系。2013-2023年，家得宝的营收总额以及工具类产品的销售业绩呈上升趋势，2023年工具类营收已达到122亿美元，门店数量超过2300家，业务范围遍布美国、加拿大和墨西哥等地区。得益于家得宝工具业务的扩张，公司营收也实现了稳步增长。目前，公司旗下包括Milwaukee、Ryobi、Empire等品牌均已入驻家得宝。近年来家得宝一直为公司第一大客户，2023年家得宝销售额占公司销售额比重为44.0%。

图表27: 美国家装零售商市场份额格局集中



图表28: 家得宝工具品类收入情况



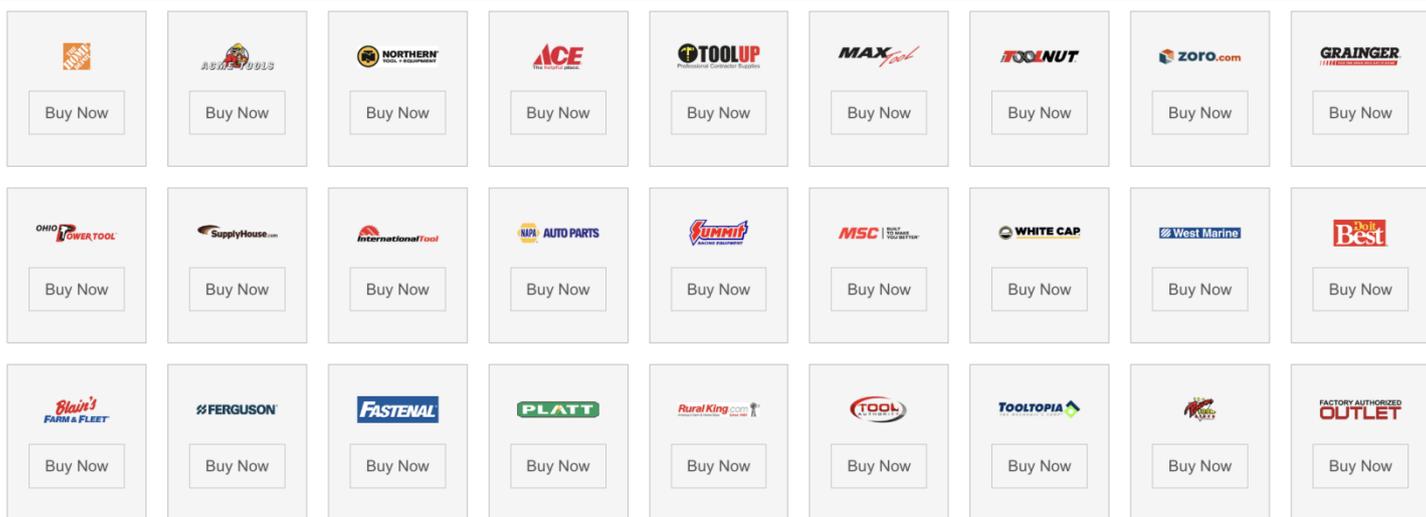
来源: Euromonitor, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

积极拓展与其他大型经销商的合作，打造多渠道销售模式。除Ryobi作为在家得宝独家销售的品牌之外，Milwaukee在美国与劳氏等超过4000家经销商也建立了直接合作关系；HART品牌则在美国大型零售超市沃尔玛销售。除线下销售外，公司也积极拓展线上经销商。线上销售能够有效提高产品曝光度，充分展示产品的竞争优势，简化获客过程。得益于美国电商的迅猛发展，公司加强了线上渠道的布局，通过经销商线上平台和Amazon电商两大平台进行销售。Milwaukee品牌已成功入驻包括家得宝在内的27家经销商线上平台；同时，Ryobi和Homelite在家得宝线上平台进行独家销售；Empire、Hoover、Oreck、Dirt Devil、Imperial Blades等品牌也在多家经销商线上平台或公司官网进行售卖。



图表29: Milwaukee 入驻 27 家经销商线上平台



来源：公司官网，国金证券研究所

3.4、全球化产能布局，注重自研与成本控制

构建全球供应商体系，分散化生产布局。按供应商的地域分布来看，公司亚洲和北美供应商占比更高，一方面能够借助亚洲的高性价比供应链资源控制生产成本，另一方面也拥有充足的本地供应，确保供应效率与稳定性。2023 年，公司的最大单一供货商和前五大供货商分别占公司总采购额的 7.5%和 17.5%。在员工分布上，2023 年公司全球员工总数达到 4.7 万人，其中亚洲地区员工约为 2.6 万人，占比为 55%，其余员工分布在美洲、欧洲等地。分散的供应体系和全球化生产网络增强了公司在采购方面的灵活性，也有效降低了因贸易摩擦和关税变动等外部因素带来的风险。此外，公司在与供应商的合作中展现了较强的议价能力，这有助于进一步降低采购成本，优化了毛利率等关键财务指标。

图表30: 公司供应商主要分布在亚洲和北美



来源：公司公告，国金证券研究所

图表31: 公司员工主要集中在亚洲和美洲



来源：Wind，国金证券研究所

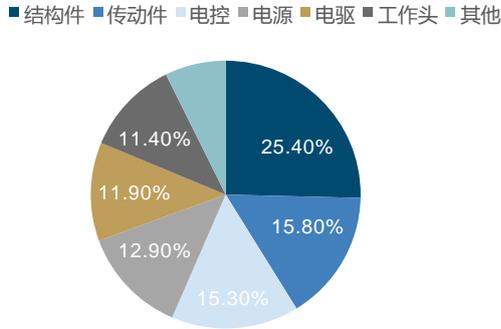
自研核心零部件，注重成本控制。根据华经产业研究院，电动工具中电控、电源、电驱成本约占总成本的 40%。由于三电成本和技术含量高，自研有助于高效管控成本以及提升产品竞争力。公司作为行业龙头，十分注重对三电系统的研发制造。电驱方面，公司自制无刷马达 POWERSTATE™，已在多款产品搭配；电控方面，公司自研 REDLINK 电控，搭配自研软件以及领先搭载人工智能算法，有效提升了产品性能及用户体验；电源方面，公司自 2005 年起率先进行锂电布局，已在锂电池平台研制方面取得领先地位。Milwaukee 拥有 M12、M18、MX Fuel 三大充电系统，Ryobi 拥有 18V ONE+、40V、80V 及 USB Lithium 四大充电系统，电池兼容性大大提升。

锂电国产化替代趋势渐起，上游降本助力企业成本控制。在全球市场中，虽然传统电池供应商如三星、LG Chem 和 Murata 等曾长期占据主导地位，但新兴的国内电池制造商已经开始在市场中占据一席之地，国内企业如天鹏电源、亿纬锂能、海四达等，已经成为电动



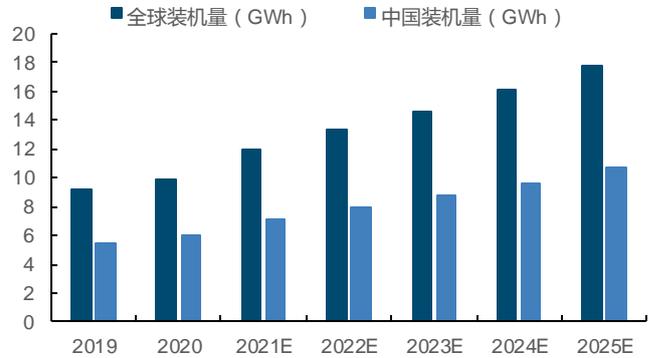
工具锂电池的重要供应商。亿纬锂能 2020 年在全球电动工具用电池企业出货量中排名第三，市占率 7.9%。国内企业的锂电池产品具备明显的性价比优势，国产替代将有效减少工具行业在锂电池采购方面的开支，公司则有望凭借其丰富的亚洲供应商资源优先享受国产替代红利。

图表32：电动工具成本拆分



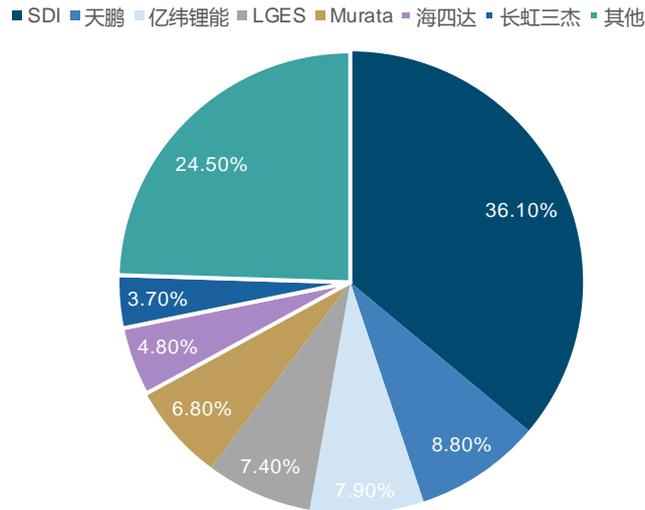
来源：华经产业研究院，国金证券研究所

图表33：全球及中国电动工具用锂电池装机量



来源：华经产业研究院，国金证券研究所

图表34：2020年中国企业电动工具用电池出货量份额可观



来源：EVTank，智研咨询，国金证券研究所

4、盈利预测与投资建议

1) 电动工具业务：公司是电动工具的行业龙头，拥有完善的产品矩阵、庞大的用户群体和稳固的线下渠道，近年公司电动工具业务的增长主要由专业级电动工具贡献，其中 Milwaukee 品牌贡献了主要增量。美联储降息预期不断加强的背景下，美国房地产行业景气度有望提升，或将带动工具行业进一步发展。预计专业级电动工具品牌 Milwaukee 仍将保持较高的增长速度，带动公司电动工具业务营收进一步增长。

2) 地板护理及清洁业务：2022-2023 年受美国地产行业下行影响，公司地板护理及清洁业务增速短期承压，随着美国地产行业景气度回升，我们预计该业务有望逐步进入修复通道。

收入预测：基于以上分析，我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 146.8/161.1/178.1 亿美元，同比+6.9%/+9.7%/+10.5%。其中，预计电动工具业务营收 137.4/151.3/167.7 亿美元，同比+7.4%/+10.1%/+10.9%；地板护理及清洁业务收入 9.4/9.8/10.3 亿美元，同比+0.0%/+5.0%/+5.0%。



毛利率：公司毛利率连续多年保持提升，一方面以 Milwaukee 为代表的盈利能力更强的中高端品牌在公司业务中占比不断提升，另一方面公司持续优化生产制造流程，加强核心零部件自研能力，注重成本控制，我们预计公司毛利率有望维持每年 0.2pct 的平稳提升，预计 2024-2026 年毛利率分别为 40.0%/40.2%/40.4%。

期间费用：随着公司规模进一步增长，规模效应加强，公司研发及管理费用预计将有所摊薄，费用率预计稳中有降。预计 2024-2026 年公司的研发费用率分别为 4.0%/3.9%/3.8%，销售费用率分别为 17.0%/17.0%/17.0%，管理费用率分别为 10.2%/10.1%/10.0%。

图表35：收入拆分

单位：百万美元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,203.2	13,253.9	13,731.4	14,679.5	16,110.2	17,807.5
YOY	34.6%	0.4%	3.6%	6.9%	9.7%	10.5%
营业成本	8,081.6	8,041.3	8,311.8	8,807.7	9,633.9	10,613.2
毛利	5,121.6	5,212.6	5,419.6	5,871.8	6,476.3	7,194.2
毛利率	38.8%	39.3%	39.5%	40.0%	40.2%	40.4%
电动工具	11,960.9	12,329.1	12,794.6	13,742.6	15,126.5	16,774.6
YOY	37.0%	3.1%	3.8%	7.4%	10.1%	10.9%
其中：Milwaukee	6,800.0	8,100.0	8,966.7	9,953.0	11,147.4	12,596.6
YOY	41.7%	19.1%	10.7%	11.0%	12.0%	13.0%
其他电动工具	5,160.9	4,229.1	3,827.9	3,789.6	3,979.1	4,178.0
YOY	31.3%	-18.1%	-9.5%	-1.0%	5.0%	5.0%
地板护理及清洁	1,242.3	924.9	936.9	936.9	983.7	1,032.9
YOY	14.8%	-25.6%	1.3%	0.0%	5.0%	5.0%

来源：Wind，国金证券研究所

综上，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 11.5/13.3/15.4 亿美元，同比 +18.2%/+15.3%/+15.7%，对应 PE 分别为 21.2/18.4/15.9X。我们选取体量相对接近，业务重合度高的主要竞争对手史丹利百得、牧田作为可比公司，可比公司 2024 年 PE 平均值为 22.2x。考虑到公司作为电动工具行业龙头，北美降息周期开启有望提振工具终端需求，叠加公司竞争优势凸显，份额+盈利能力有望持续提升，给予公司 24 年 25x，目标价 122.76 港元/股。

图表36：可比公司估值比较

股票代码	股票名称	股价(原始货币)	EPS(原始货币)				PE			
			2022A	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E		
美股										
SWK.N	史丹利百得	96.96	4.6	1.5	4.2	5.7	6.8	23.0	17.0	14.4
日股										
6586.T	MAKITA	4581.0	43.1	162.1	213.7	240.5	255.9	21.4	19.0	17.9
					平均值			22.2	18.0	16.1
0669.HK	创科实业	104.0	4.6	4.2	4.9	5.7	6.5	21.2	18.4	15.9

来源：Wind，Bloomberg，国金证券研究所，国金证券研究所预测；注 1)除创科实业盈利预测为国金证券预测外，美股、日股可比公司采用彭博一致预期；2)港股、日股收盘价为 2024/8/21 数据，美股为 2024/8/20 数据。

5、风险提示

美国降息延后或幅度不及预期，需求恢复乏力的风险。电动工具行业与地产周期的相关性较强。若美国降息不达预期，可能导致宏观经济指标上行不及预期，进而影响地产行业景气度修复，抑制电动工具市场需求的恢复。

中美贸易摩擦加剧，关税成本上升的风险。虽然公司供应链及生产基地已经实现全球布局，但仍有大量产能保留在中国。若中美贸易关系继续恶化，可能导致产品关税进一步上升，对公司业绩带来不利影响。

汇率变动的风险。公司在全球范围内开展业务，外汇汇率涉及原材料采购、生产基地建造成本、销售收入及员工薪酬等。不利的汇率波动可能会对公司的盈利能力产生负面影响。



行业竞争加剧的风险。公司产品价格较高，若产品功能被同行业竞争者替代并低价售价，公司将可能面临部分消费者流失的风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表(美元 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	13,203	13,254	13,731	14,679	16,110	17,807
增长率	34.6%	0.4%	3.6%	6.9%	9.7%	10.5%
主营业务成本	8,082	8,041	8,312	8,808	9,634	10,613
%销售收入	61.2%	60.7%	60.5%	60.0%	59.8%	59.6%
毛利	5,122	5,213	5,420	5,872	6,476	7,194
%销售收入	38.8%	39.3%	39.5%	40.0%	40.2%	40.4%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	2,165	2,191	2,347	2,496	2,739	3,027
%销售收入	16.4%	16.5%	17.1%	17.0%	17.0%	17.0%
管理费用	1,352	1,350	1,406	1,497	1,627	1,781
%销售收入	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.1%	10.0%
研发费用	426	484	548	587	628	677
%销售收入	3.2%	3.7%	4.0%	4.0%	3.9%	3.8%
息税前利润 (EBIT)	1,192	1,201	1,135	1,309	1,499	1,726
%销售收入	9.0%	9.1%	8.3%	8.9%	9.3%	9.7%
财务费用	10	44	79	68	69	71
%销售收入	0.1%	0.3%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,192	1,201	1,135	1,309	1,499	1,726
营业利润率	9.0%	9.1%	8.3%	8.9%	9.3%	9.7%
营业外收支	0	0	0	0	0	0
税前利润	1,182	1,157	1,056	1,240	1,430	1,655
利润率	9.0%	8.7%	7.7%	8.4%	8.9%	9.3%
所得税	83	80	79	87	100	116
所得税率	7.0%	6.9%	7.5%	7.0%	7.0%	7.0%
净利润	1,099	1,077	976	1,154	1,330	1,539
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,099	1,077	976	1,154	1,330	1,539
净利率	8.3%	8.1%	7.1%	7.9%	8.3%	8.6%

现金流量表(美元 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,099	1,077	976	1,154	1,330	1,539
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	70	74	88	82	90	95
非经营收益	0	0	0	0	0	0
营运资金变动	-1,697	-431	406	298	-54	-39
经营活动现金净流	-1,011	1,233	2,104	2,039	1,934	2,224
资本开支	-1,057	-986	-874	-1,217	-1,227	-1,283
投资	-2	-5	1	-5	20	22
其他	34	71	94	40	0	0
投资活动现金净流	-1,025	-919	-779	-1,182	-1,207	-1,261
股权募资	8	1	-4	0	0	0
债权募资	1,858	-253	-1,361	209	190	137
其他	-394	-460	-437	-614	-688	-769
筹资活动现金净流	1,472	-713	-1,802	-405	-499	-632
现金净流量	341	-445	-476	432	208	311

资产负债表(美元 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,874	1,429	953	1,385	1,593	1,904
应收款项	2,218	1,920	2,019	2,172	2,306	2,442
存货	4,850	5,085	4,098	4,159	4,496	4,894
其他流动资产	120	103	52	58	39	18
流动资产	9,062	8,537	7,123	7,774	8,434	9,258
%总资产	69.7%	64.1%	57.4%	56.6%	56.0%	56.0%
长期投资	2	2	2	2	2	2
固定资产	1,853	2,086	2,311	2,636	2,898	3,169
%总资产	14.2%	15.7%	18.6%	19.2%	19.2%	19.2%
无形资产	1,952	2,380	2,745	3,131	3,527	3,910
非流动资产	3,946	4,778	5,279	5,966	6,624	7,278
%总资产	30.3%	35.9%	42.6%	43.4%	44.0%	44.0%
资产总计	13,008	13,316	12,402	13,740	15,058	16,536
短期借款	2,254	1,955	923	1,102	1,280	1,459
应付款项	2,080	2,094	1,674	1,957	2,141	2,358
其他流动负债	2,344	2,174	2,187	2,416	2,649	2,927
流动负债	6,679	6,222	4,783	5,474	6,071	6,744
长期贷款	1,028	1,198	1,031	1,061	1,072	1,030
其他长期负债	578	690	840	855	855	855
负债	8,285	8,110	6,654	7,390	7,998	8,629
普通股股东权益	4,723	5,205	5,748	6,350	7,061	7,906
其中：股本	683	685	685	685	685	685
未分配利润	4,143	4,753	5,313	5,915	6,626	7,471
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	13,008	13,316	12,402	13,740	15,058	16,536

比率分析

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.60	0.59	0.53	0.63	0.73	0.84
每股净资产	2.57	2.84	3.13	3.46	3.85	4.31
每股经营现金净流	-0.06	0.67	1.15	1.11	1.06	1.21
每股股利	0.24	0.24	0.25	0.25	0.26	0.37
回报率						
净资产收益率	23.27%	20.69%	16.99%	18.17%	18.84%	19.47%
总资产收益率	8.45%	8.09%	7.87%	8.40%	8.83%	9.31%
投入资本收益率	13.85%	13.38%	13.63%	14.30%	14.81%	15.44%
增长率						
主营业务收入增长率	34.56%	0.38%	3.60%	6.90%	9.75%	10.54%
EBIT 增长率	37.20%	0.76%	-5.51%	15.33%	14.55%	15.17%
净利润增长率	37.24%	-1.99%	-9.36%	18.15%	15.29%	15.73%
总资产增长率	38.52%	2.37%	-6.86%	10.79%	9.59%	9.81%
资产管理能力						
应收账款周转天数	43.9	46.4	42.2	42.9	41.0	39.0
存货周转天数	179.8	222.4	198.9	168.8	161.7	159.2
应付账款周转天数	86.1	93.4	81.6	74.2	76.6	76.3
固定资产周转天数	43.4	53.5	57.6	60.7	61.8	61.3
偿债能力						
净负债/股东权益	39.73%	44.64%	31.32%	25.00%	22.53%	18.20%
EBIT 利息保障倍数	28.4	17.2	9.1	15.9	16.7	18.1
资产负债率	63.69%	60.91%	53.66%	53.79%	53.11%	52.19%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究