

广发机械“回归”系列九

巨星科技：巨星归来，工具巨头的品牌成长之路

核心观点：

- 巨星科技是中国传统制造业出海成功转型升级的典范。手工具产业链以贴牌代工模式为主，制造端竞争激烈、利润微薄，品牌端和渠道端壁垒深厚且占据最高的价值量。巨星科技却能够从 OEM 厂商不断成长为一个 OBM 厂商，2023 年 OBM 收入占比接近 50%。
- 巨星科技在成长的过程中，巩固和发展了四大经营扩张工具：渠道能力、研发制造和供应链管理能力、并购整合能力与全球化布局能力。经营策略灵活，不同时期重点选择不同扩张工具：**ODM 时期**，巨星扎根渠道、研发突破，形成了轻资产的运营模式并不断成长，积累了高粘性的优质客户群体；**OBM 转型时期**，巨星通过大规模的并购和全球化布局突破行业壁垒和贸易风险，未来随着巨星持续并购和内生品类（如电动工具）的拓展，将进一步带动巨星 OBM 占比的提升。
- 工具行业受欧美地产和下游零售渠道商库存双周期影响，巨星未来将直接受益于美联储降息：**1. 巨星美国收入占比达 60%以上**，主要受美国地产和库存周期影响。**2. 从美国地产周期看**，当前高房贷利率是制约美国成屋销量的主导因素，美联储降息下将直接刺激美国成屋市场复苏；**3. 从零售渠道的库存周期看**，家得宝和劳氏在 24H1 均已停止主动去库动作，若需求顺利复苏下游大概率将开启补库。**4. 在盈利能力上**，当前处于较高水平区间范围内。**5. 从估值看**，公司对美国利率高敏感，美国降息引致景气度提升下或可以达到 20x 以上。
- **盈利预测与投资建议**：预计公司 24-26 年归母净利润 23、28、35 亿元，同比+36.6%、+21.9%、+25.2%。在美联储降息确定性强化下估值将会有所抬升，参考可比公司，给予公司 24 年 18xPE，对应合理价值 34.6 元/股，给予公司“买入”评级。
- **风险提示**。海外需求不及预期风险；汇率波动风险；并购整合风险。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	12610	10930	14165	17110	20508
增长率（%）	15.5%	-13.3%	29.6%	20.8%	19.9%
EBITDA（百万元）	1813	1878	2980	3597	4426
归母净利润（百万元）	1420	1692	2311	2819	3528
增长率（%）	11.8%	19.1%	36.6%	21.9%	25.2%
EPS（元/股）	1.24	1.42	1.92	2.34	2.93
市盈率（P/E）	15.25	15.90	14.50	11.89	9.50
ROE（%）	10.6%	11.4%	13.8%	14.4%	15.3%
EV/EBITDA	11.46	12.92	9.95	7.74	6.20

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

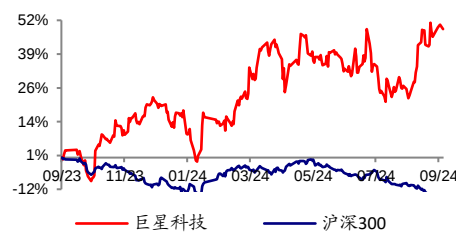
买入

当前价格	27.88 元
合理价值	34.6 元
前次评级	买入
报告日期	2024-09-24

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1203/1151
总市值/流通市值（百万元）	33526/32090
一年内最高/最低（元）	28.34/17.29
30 日日均成交量/成交额（百万）	10.64/288.85
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	12.15/14.51

相对市场表现



分析师：

代川



SAC 执证号：S0260517080007

SFC CE No. BOS186



021-38003678



daichuan@gf.com.cn

分析师：

孙柏阳



SAC 执证号：S0260520080002



021-38003680



sunboyang@gf.com.cn

请注意，孙柏阳并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

巨星科技（002444.SZ）：受益下游去库结束，业绩持续超预期
2024-09-03

联系人：

张智林

gfzhangzhilin@gf.com.cn

目录索引

前言：传统制造出海之翘楚，品牌转型升级之典范.....	6
一、手工具赛道长坡厚雪，品牌和渠道壁垒深厚	8
（一）手工具行业由成屋改造投资驱动，具有显著的消费品属性	8
（二）消费品属性下，品牌和渠道成为手工具最核心的竞争壁垒	10
（三）外延收购是工具行业转型 OBM 厂商最重要的发展方式.....	12
二、巨星科技：渠道突破、并购成长、全球领航	14
（一）转型 ODM（1993-2009）：扎根渠道、研发突破，终成 ODM 龙头.....	14
（二）夯实 ODM 阶段（2009-2016）：行业景气下行，份额逆势提升.....	18
（三）并购转型 OBM（2016-2024）：从贴牌到品牌，从出口到出海.....	22
三、巨星科技的核心竞争力是什么？	26
（一）客户渠道优秀，直接对接海外零售商超——巨星最为深厚的护城河.....	26
（二）轻资产模式运营，全球化生产布局——巨星经营之基石	27
（三）前瞻的商业眼光，优秀的并购策略——巨星成长扩张之矛	29
四、当前巨星处于周期的什么位置？	32
（一）收入端：受益美联储降息，地产与库存双周期共振	33
（二）成本与费用端讨论：当前处于高盈利能力范围区间	37
（四）估值与股价复盘：相对低估，有望随降息和补库周期抬升	39
五、盈利预测和投资建议.....	40
（一）盈利预测	40
（二）估值及投资建议	41
六、风险提示	42

图表索引

图 1: 巨星科技三十年转型发展之路	6
图 2: 巨星科技与沪深 300 及出海指数收益率对比	7
图 3: 2020 年全球五金工具行业地区需求占比情况	8
图 4: 全球手工具下游以 DIY 需求为主导	8
图 5: 工具行业需求长期向上, 由欧美成屋改造需求驱动	8
图 6: 消费属性下工具需求增速更稳定平滑, 预计未来二十年将以 3-5% 增速稳定增长	9
图 7: 欧美家庭有更多的闲暇时间参与 DIY 活动	10
图 8: 美国各年龄段 DIY 爱好者占比	10
图 9: 长期毛利率水平 (%): OBM 厂商>ODM 厂商>OEM 厂商	10
图 10: 2022Q4-2023Q3 美国动力工具零售商份额	11
图 11: 全球工具消费以线下渠道为主	11
图 12: 2021Q1 年全球手工具品牌竞争格局	11
图 13: 2020 年全球动力工具市场格局	11
图 14: 创科实业 OBM 转型历程由收购推动	12
图 15: 巨星科技上市后发展历程	14
图 16: 2009 年巨星与行业可比公司财务对比	15
图 17: 2008 年行业主要企业手工具海外份额	15
图 18: 巨星科技的渠道与国内其他厂商不同	16
图 19: 2007-2009 年公司新产品销售情况	16
图 20: 2010 年可比公司研发投入对比情况	16
图 21: 公司外协产品收入占比及毛利率水平	17
图 22: 巨星与行业可比公司固定资产周转率 (%)	17
图 23: 中国手工具出口份额见顶	18
图 24: 人民币升值带动手工具出口增速下行	18
图 25: 宏观与行业出口同比增速对比 (%)	18
图 26: 2009-2016 年同业各公司净利率 (%)	18
图 27: 2015-2017 年巨星收入增速显著高于行业	19
图 28: 新产品研发数量 6 年 CAGR22%	19
图 29: 江苏宏宝同为手工具 ODM 厂商, 巨亏后退市	20
图 30: 江苏宏宝海外收入增速不断下滑	20
图 31: 江苏宏宝 2011 年前五大客户结构	20
图 32: 江苏宏宝海外收入占比迅速下滑	20
图 33: 江苏宏宝研发投入占比较低	21
图 34: 研发支出绝对水平对比	21
图 35: 巨星科技并购与 OBM 占比提升历程	22
图 36: 2016-2020 中国行业出口金额及增速水平	24
图 37: 17-19 年公司业绩并未受到显著影响	24
图 38: 巨星科技拓展电动工具的优势	25

图 39: 公司动力工具及激光测量仪器板块收入及增速	25
图 40: 公司动力工具及激光测量仪器毛利率 (%)	25
图 41: 巨星科技的四个核心工具在不同时期的应用	26
图 42: 2018-2023 年同业固定资产周转率对比	27
图 43: 2014-2018 年公司产销情况	27
图 44: 巨星科技全球化生产制造基地	28
图 45: 巨星科技现金流情况	29
图 46: 各公司货币资金在总资产中占比	29
图 47: 巨星营收增速与美国工具消费增速一致	32
图 48: 巨星营收受到下游库存周期影响	32
图 49: 美国 CPI 与中国 PPI 剪刀差和巨星科技净利润水平对比	32
图 50: 美国工具消费增速与美国成屋销量增速水平滞后 2 个季度相关性较强 ...	33
图 51: 美国成屋改造投资额增速与美国成屋销量增速具有较高相关性	33
图 52: 美国房屋销量与房贷利率具有显著的负相关性	34
图 53: 美国成屋全款买家占比提升	34
图 54: 加息下美国住房购买力下滑	34
图 55: 2020-2021 年的货币宽松累积了大量 4% 以下的存量房贷, 当前高利率环境压制了成屋置换的需求	35
图 56: 美国建材、园林设备与物料店零售销售额增速与库销比对比	35
图 57: 美国劳氏库存与收入增速	36
图 58: 美国家得宝库存与收入增速	36
图 59: 美国劳氏库存水平	36
图 60: 美国家得宝库存水平	36
图 61: 2021 年各产品线毛利率水平 (%)	37
图 62: 公司 OBM 与 ODM 毛利率情况	37
图 63: 美元兑人民币月度平均汇率	38
图 64: 武汉出口集装箱运价 (元/标准箱)	38
图 65: 热卷价格 (元/吨)	38
图 66: 螺纹钢价格 (元/吨)	38
图 67: 巨星科技股价与估值复盘	39
表 1: 欧美 DIY 成本与专业改造成本对比	9
表 2: 2010 年后史丹利百得并购部分并购事件	12
表 3: 2009 年公司供应商及外协厂商情况	17
表 4: 公司渠道和客户仍在不断扩张, 沃尔玛迅速成为公司第二大客户	19
表 5: 2016 年后巨星科技主要收购情况	23
表 6: 2018-2019 年公司受加征关税影响情况	23
表 7: 公司海外产能布局	24
表 8: 2012-2023 年公司收入前五大客户情况	27
表 9: 2023 年巨星科技在建工程明细 (海外产能相关部分)	28

表 10: 巨星部分收并购项目估值情况	30
表 11: 巨星部分典型海外并购项目	30
表 12: 巨星科技并购增速贡献测算	31
表 13: 巨星科技营收拆分（百万元）	40
表 14: 巨星科技可比公司估值表（截至 2024 年 9 月 23 日收盘）	41

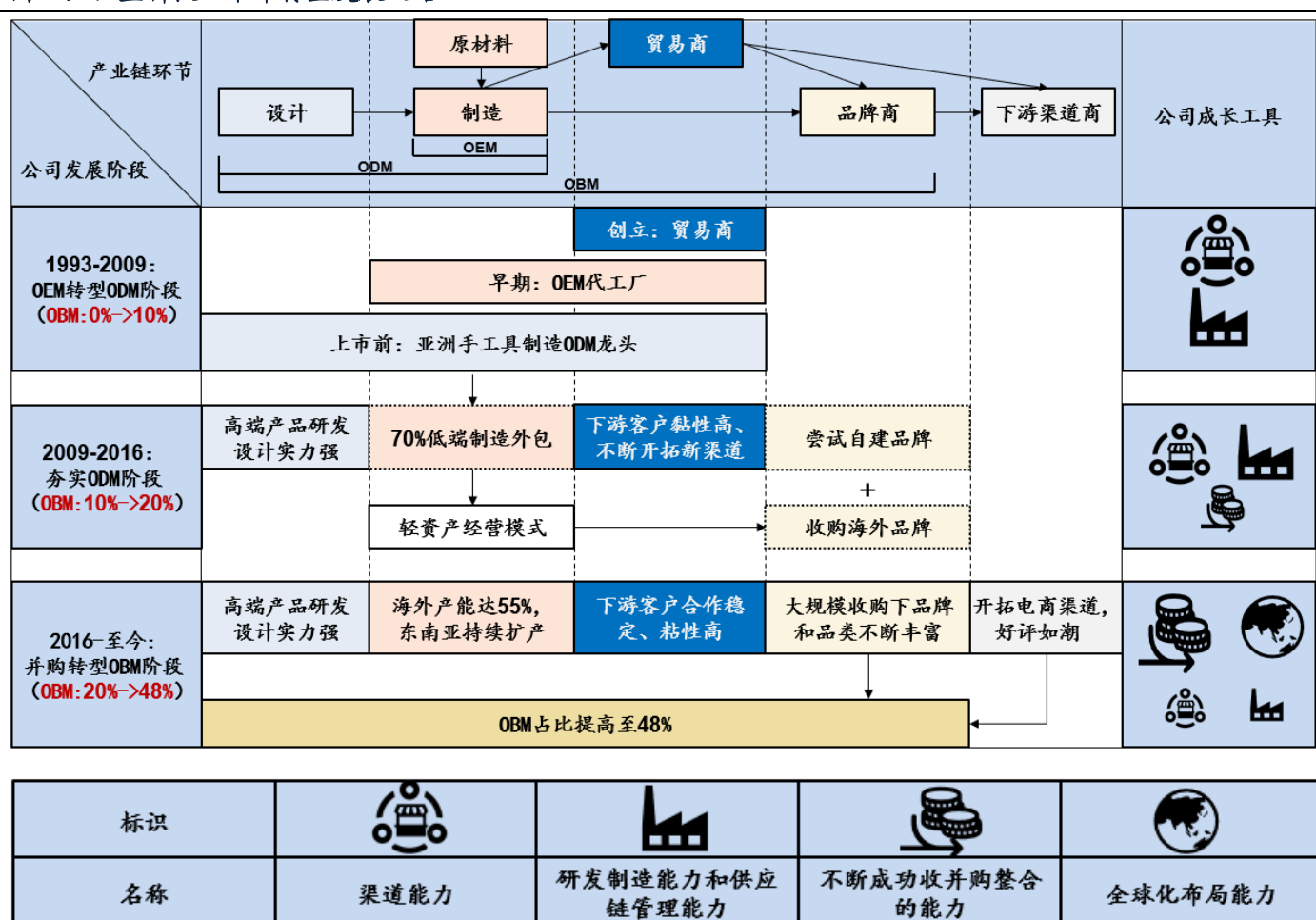
前言：传统制造出海之翹楚，品牌转型升级之典范

巨星科技是亚洲工具五金制造业的龙头企业、全球第二大手工具企业。巨星科技的主要产品包括手工具、动力工具、激光测量仪器以及存储箱柜四大类。2010年上市后，公司在全球范围内收购十余家公司，成为一家集欧美本土服务、亚洲产业链制造和中国管理研发的全球资源配置型公司。

传统五金工具制造业是一个典型的劳动密集型行业，进入壁垒低、格局小，似乎并不具备孕育出行业巨头的条件。根据巨星科技招股说明书，二十年前中国年销售额在500万元以上的工具五金企业有7000-8000家，95%以上为民营企业。

但是，巨星科技能够：1. 在规模上不断成长，成为世界手工具龙头并在欧美市场大规模扩张；2. 在产业链环节上不断转型升级，从进出口贸易商做到中国手工具ODM厂商第一再转型成为OBM厂商。

图 1: 巨星科技三十年转型发展之路



数据来源：Wind，公司年报，广发证券发展研究中心

为什么巨星科技能够完成规模的扩张和转型升级？我们认为主要有两方面原因：

- (1) 随着行业形势和公司发展阶段的需要,公司不断的灵活调整经营策略。比如,在公司成为国内OPM厂商龙头后,把低端制造产品通过大规模的外协转移

到其他ODM产商，依靠强势的渠道能力在行业下行期依然维持高盈利能力；2017年后在中美贸易摩擦下，公司又重新扩充产能，在东南亚大量投产了生产基地以规避地缘政治风险。

- (2) 巨星科技在成长过程中不断巩固和发展其成长扩张的工具：渠道能力、研发制造能力和供应链管理能力和不断成功收并购整合能力和全球化布局的能力。在从OEM向ODM转型阶段，公司依靠其优秀的研发设计和渠道能力迅速成长为国内龙头，并通过供应链管理能力和不断把商业模式做轻，为后续的转型发展奠定了基础；在2016年后，公司开始大规模并购向OBM厂商转型，同时开启全球化布局，结合渠道能力和供应链整合能力迅速成长。

最后，从财务表现和股价看，巨星科技都爆发出了很高的成长性。自2010年上市到2023年，公司的营收和净利润CAGR达14.5%和15.2%。股价收益率上，巨星科技相比沪深300和出海指数也具有显著的 α 。

当前时点，巨星科技有望受益于美联储打开降息通道带来的地产复苏和下游库存企稳、开启补库周期。

图 2：巨星科技与沪深300及出海指数收益率对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：由于出海指数 2017.3.27 开始统计，假定其于 2017.3.27 具有与彼时巨星相同的收益

在中国产业转型升级和制造业出海大背景下，巨星科技的范例尤为可贵。巨星科技的成长，正是一个典型的中国传统外贸制造企业不断成长、不断转型升级的历程。我们希望能够通过复盘巨星科技，看到一个巨头如何成长、壮大并走向辉煌的经验教训，同时对中国企业出海和产业转型的微观路径有些许启发。

一、手工具赛道长坡厚雪，品牌和渠道壁垒深厚

（一）手工具行业由成屋改造投资驱动，具有显著的消费品属性

1. 工具行业需求长期由欧美成屋改造驱动，3-5%CAGR稳定增长

工具市场规模达千亿美金，需求主要来自欧美。根据弗若斯特沙利文报告，预计2024年工具市场规模为1188亿美元，其中手工具约为22.6亿美元，动力工具约为54.3亿美元。从市场空间分布看，根据华经产业研究院，全球有50%以上的需求来自于北美和欧洲，这也是中国五金工具主要的出口国。

手工具下游以DIY需求主导，长期看由欧美成屋改造投资需求驱动。根据Bloomberg和Wind，美国工具销量增速与美国成屋改造投资额增速一致，且20年CAGR由1960-1980的10.5%下滑至2000-2020的5.6%，因此我们预计工具行业需求未来长期增速为3-5%。

图 3：2020年全球五金工具行业地区需求占比情况

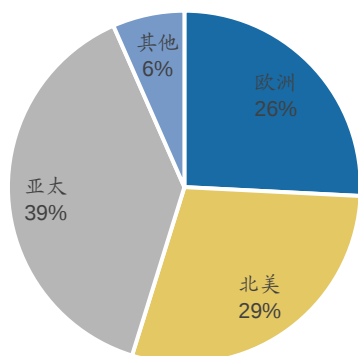
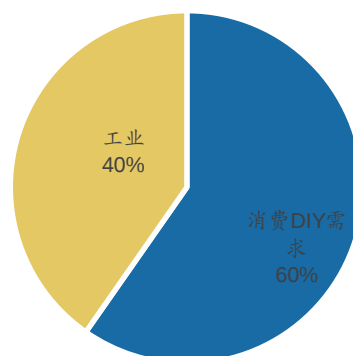


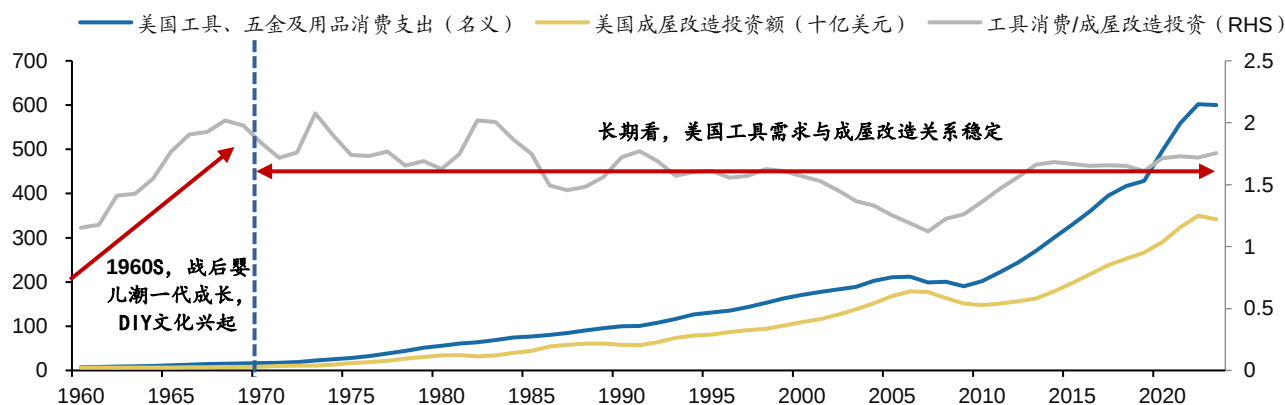
图 4：全球手工具下游以DIY需求为主导



数据来源：华经产业研究院，广发证券发展研究中心

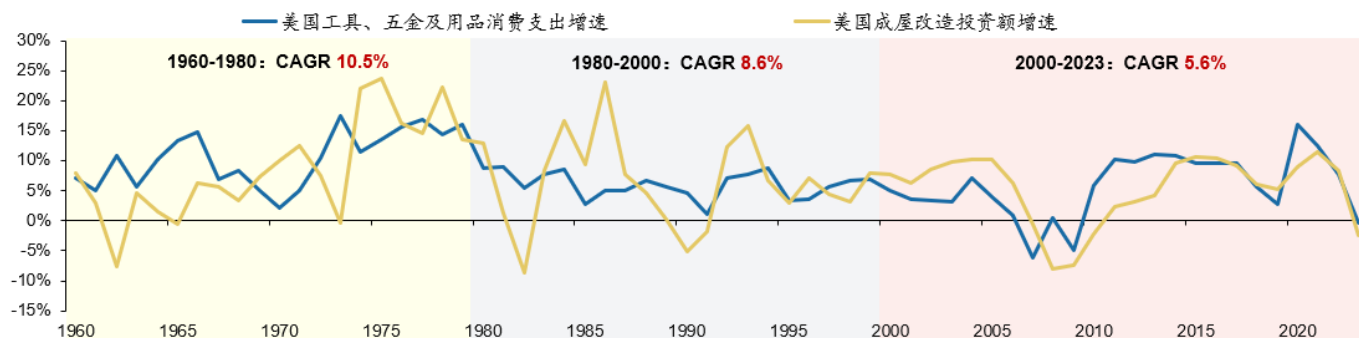
数据来源：Coherent，广发证券发展研究中心

图 5：工具行业需求长期向上，由欧美成屋改造需求驱动



数据来源：Wind, Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 6：消费属性下工具需求增速更稳定平滑，预计未来二十年将以3-5%增速稳定增长



数据来源：Wind，Bloomberg，广发证券发展研究中心

2. 手工具需求在欧美具有消费品属性，源于人力成本差异和历史文化因素

DIY需求占手工具下游需求60%以上，而DIY文化在欧美具有持续性和普遍性。根据Sensibledigs和RubyHome的调研，在美国约有75%的屋主尝试过DIY，平均每个家庭每年制作4个DIY项目，并且超过57%美国人认为他们的房屋仍在建设中。

DIY文化需求部分来源于其较高的人力成本，使得居民自己动手的经济性提高。在欧美劳动力成本高导致专业工匠收费较高，为节省家庭开支消费者倾向于自行开展房屋维修工作。根据RubyHome统计，美国通过DIY方式维修改造房屋能够节约50%以上的开支，62%的受访者认为他们DIY的首要原因是省钱。

从房地产市场看，欧美以二手房交易为主，二手房交易前后屋主DIY改造的动机更强。美国二手房交易占房地产市场的90%以上，同时根据RubyHome调研，有77%的受访者认为他们的DIY项目将会增加房屋的价值。因此，二手房交易的活跃会促进DIY需求和工具需求的上升。

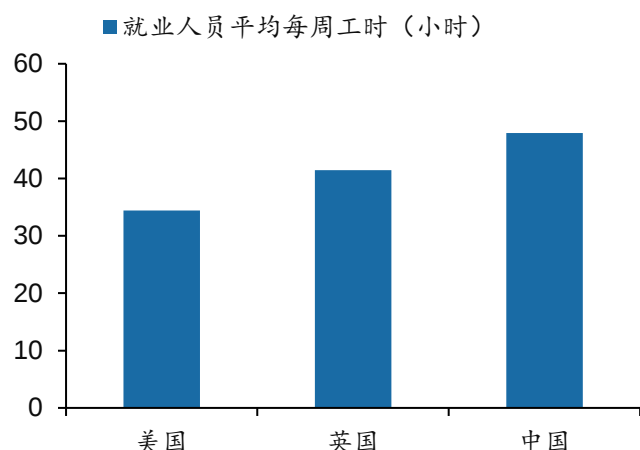
从欧美生活方式和历史文化看，DIY已经成为其生活的组成部分。首先，欧美家庭有更多的闲暇时间，为DIY的开展提供了基础；其次，DIY文化在各年龄段均匀分布，已经渗透到文化之中，在油管上也存在不少千万播放的DIY短视频。

表 1：欧美DIY成本与专业改造成本对比

项目成本（单位：美元）	DIY 成本	专业改造成本	DIY 节省金钱	DIY 节省费用比率
厨房扩建	11,870	44,590	32,720	73%
厨房翻新	6,867	17,320	10,453	60%
客厅翻新	10,760	22,480	11,720	52%
卧室翻新	6,653	36,600	29,947	82%
更换屋顶	5,036	9,079	4,043	45%
浴室改造	3,131	9,904	6,773	68%
车库翻新	1,597	5,097	3,500	69%

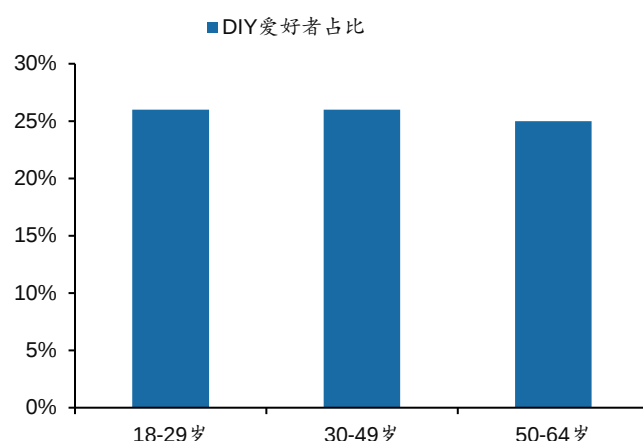
数据来源：RubyHome，广发证券发展研究中心

图 7：欧美家庭有更多的闲暇时间参与DIY活动



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8：美国各年龄段DIY爱好者占比



数据来源：Statista，广发证券发展研究中心

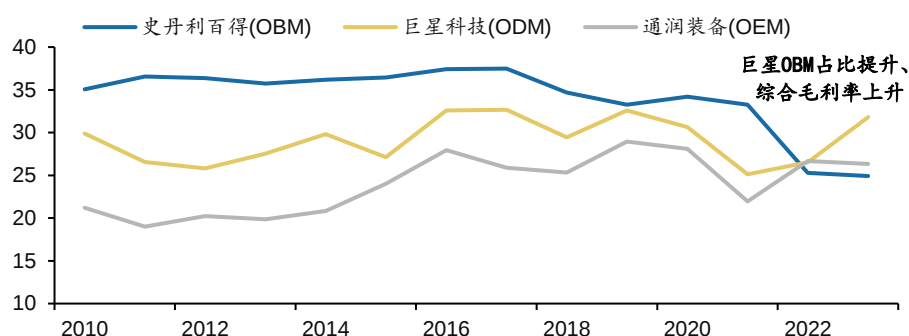
（二）消费品属性下，品牌和渠道成为手工具最核心的竞争壁垒

1. 产业链拆分：品牌商和下游渠道商是产业链价值占比最高的环节

工具行业玩家主要为OEM厂商、ODM厂商、OBM厂商和下游渠道四方。往往由OEM厂商生产，ODM厂商提供设计，OBM厂商贴牌后交由渠道商贩卖给终端消费者。

由于制造端壁垒较低、竞争激烈，行业普遍采取贴牌代工的模式，OBM厂商和渠道商是盈利能力最高的环节。从毛利率水平看，呈现出OBM厂商>ODM厂商>OEM厂商的特点。

图 9：长期毛利率水平（%）：OBM厂商>ODM厂商>OEM厂商



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2. 作为消费品，品牌和渠道成为手工具最核心的竞争壁垒

手工具品牌具有黏性，新进入者难以占领消费者心智。消费者对于工具品质要求高从而对品牌具有黏性，品牌商得以拥有品牌溢价；而当前大品牌普遍可以追溯到上

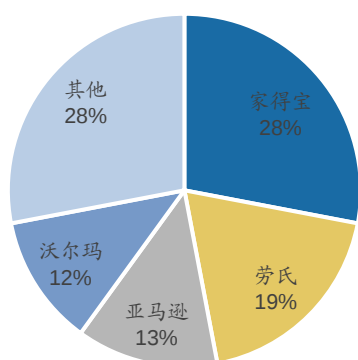
世纪三四十年代，新进入者很难撬动用户心智。

消费者具有一站式集中采购的需求，渠道集中于大型零售商超。消费者倾向于线下前往零售商超采购，根据Traqline数据，大型商超（家得宝、劳氏和沃尔玛三家）销量占手工具总销量的54%，动力工具市场中家得宝、劳氏两家就合计占据47%的份额，处于寡头垄断的市场地位。

零售商超货架空间有限而品牌相对分散，行业整体呈现出渠道驱动的特征。从竞争格局看，动力工具和手工具格局相比渠道商集中度都显的比较分散。

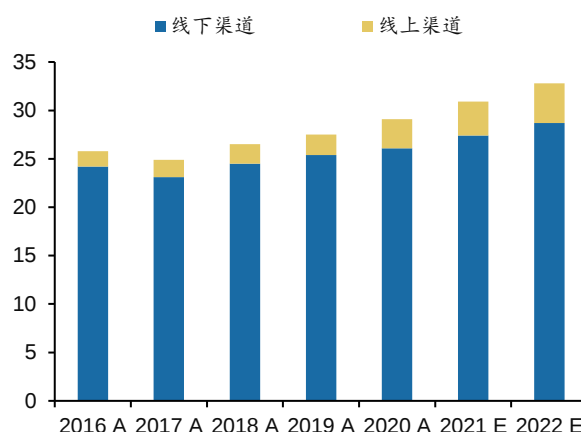
从头部厂商的竞争策略看，头部品牌往往与下游渠道相互绑定。如电动工具龙头创科实业绑定家得宝，锂电OPE龙头泉峰控股绑定劳氏。

图 10: 2022Q4-2023Q3美国动力工具零售商份额



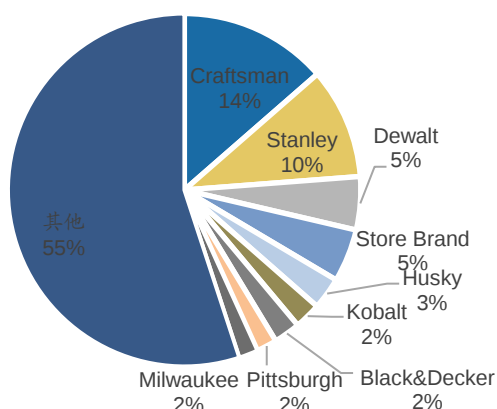
数据来源: Traqline, 广发证券发展研究中心

图 11: 全球工具消费以线下渠道为主



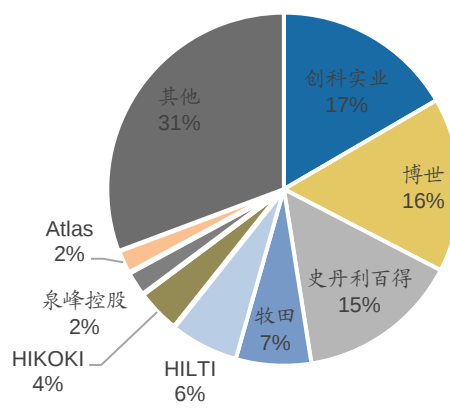
数据来源: 泉峰控股招股书, 广发证券发展研究中心

图 12: 2021Q1年全球手工具品牌竞争格局



数据来源: Traqline, 广发证券发展研究中心

图 13: 2020年全球动力工具市场格局



数据来源: 泉峰控股招股书, 广发证券发展研究中心

（三）外延收购是工具行业转型 OBM 厂商最重要的发展方式

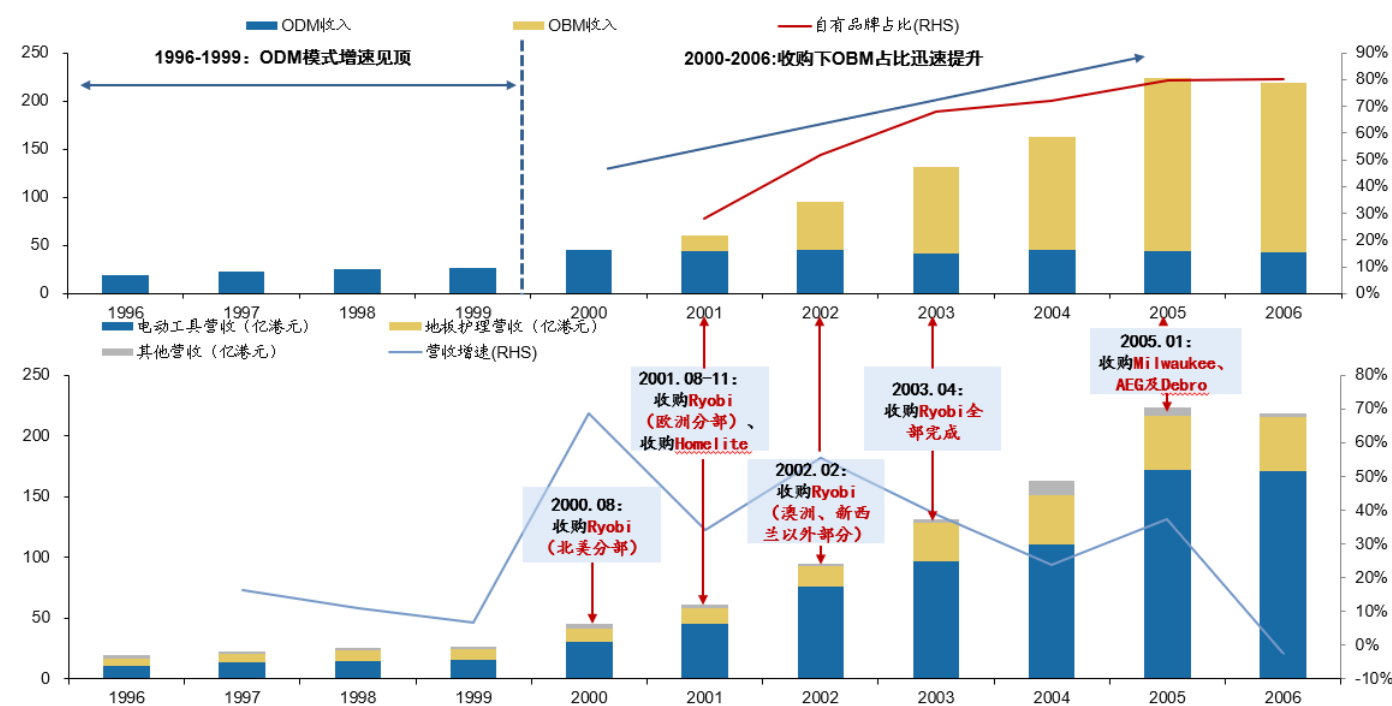
相比于内生性增长，工具行业更适合通过收购实现规模的增长：

- （1）工具行业细分SKU众多。根据巨星科技年报，仅巨星2023年就有3万多个SKU，适合通过收购快速拓展建立平台。
- （2）品牌的形成本身具有历史文化积淀的因素，难以在短期赶超。手工具各细分领域龙头基本均具有百年历史，占据消费者心智难以突破。
- （3）品牌与渠道绑定，收购海外可以快速拓展渠道。零售商货架有限，本身并没有动力引入新成立的品牌，供应格局稳固，通过收购可以快速的拓展当前已有的渠道。

参照海外龙头的发展历程，头部企业史丹利百得就进行广泛的收购和多产品整合。

电动工具龙头创科实业向OBM转型的历程，同样也是由收购实现的。根据创科实业年报，2001年，创科实业OBM占比仅为28%，而通过并购RYOBI、MILWAUKEE等公司后于2005年达到80%。

图 14：创科实业OBM转型历程由收购推动



数据来源：Wind，创科实业年报，广发证券发展研究中心

表 2：2010年后史丹利百得并购部分并购事件

年份	被收购公司	国家	主要业务
2010	GMT	中国	商用硬件制造商和分销商
2010	ADT France	法国	安全服务领先提供商，主要针对位于法国的商业企业

2011	Niscayah	瑞典	欧洲最大的门禁和监视解决方案提供商之一
2012	AeroScout	美国	为医疗保健和某些工业客户开发，制造和销售实时定位系统
2012	Powers Fasteners	美国	为商业建筑最终客户分销紧固产品
2017	Craftsman brand	美国	消费级工业产品生产商
2017	Newell Tools	美国	工具业务，手动工具和电动工具附件品牌 Irwin 和 Lenox
2018	Contract Fire Systems Co	英国	安全系统服务提供商
2020	CAM	美国	航空工具制造商
2021	MTD	美国	户外动力设备制造商
2021	Excel	美国	户外电动设备制造商

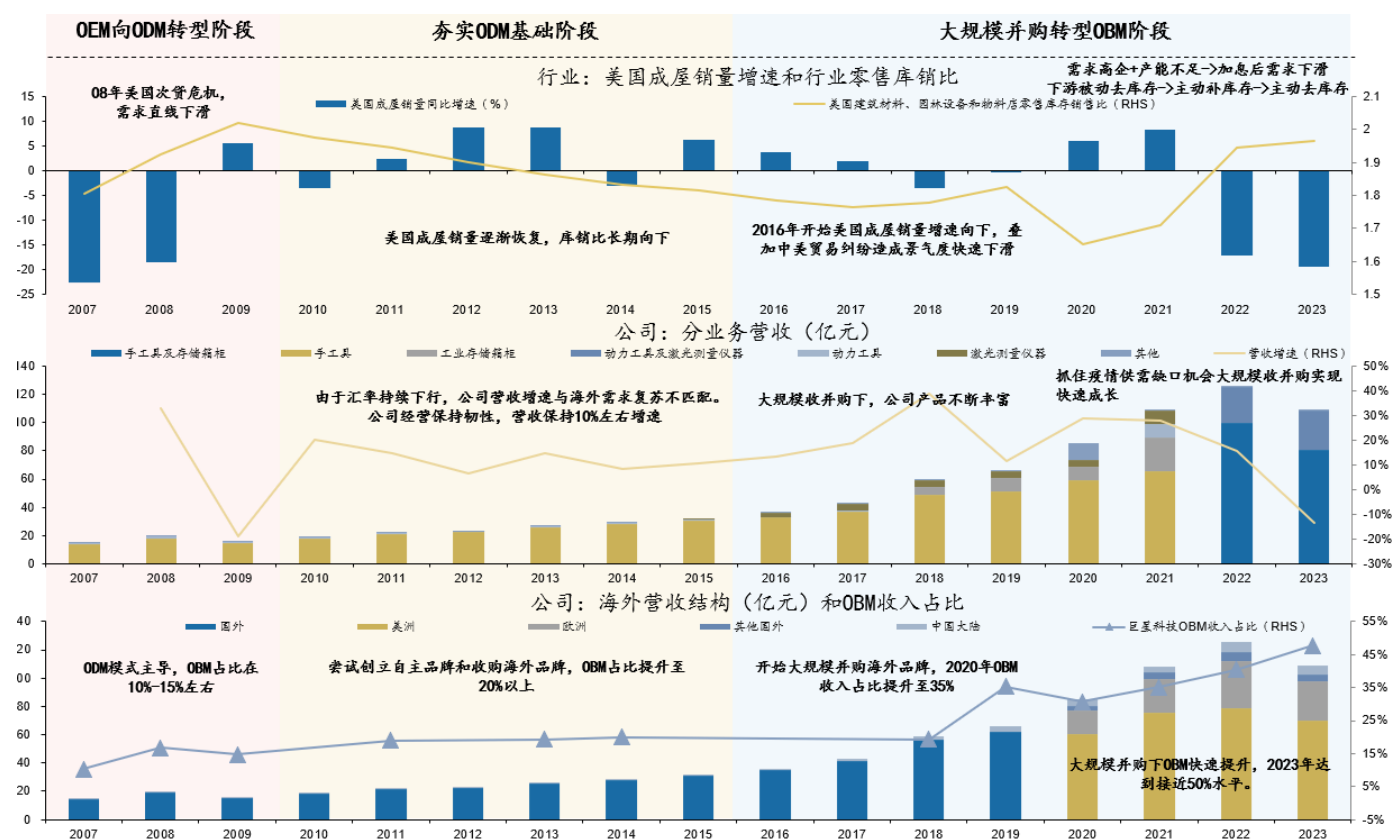
数据来源：Stanley 年报，广发证券发展研究中心

二、巨星科技：渠道突破、并购成长、全球领航

巨星科技的发展历程可以划分为三个阶段：**1. OEM转型ODM阶段（1993年-2009年）**：巨星科技成立于1993年，起初主营进出口贸易，后拓展至简单手工具OEM厂商，依托创始人优秀的能力和外贸基因，巨星依靠创新设计能力和渠道优势直接对接行业内最优质的零售商超客户，最终成长为亚洲手工具ODM龙头。**2. 夯实ODM阶段（2009年-2016年）**：行业出口份额见顶+人民币升值压力下景气度下行，巨星稳扎稳打形成了优秀的商业模式；另一方面，“自建+收购”战略下开始发展自主品牌。**3. 并购转型OBM阶段（2017年-2024年）**：巨星科技开启大规模并购的进程，OBM收入占比由2018年的19%提升至2023年的48%；中美贸易战下，巨星通过收购和自建东南亚生产基地开启全球化布局。

巨星科技的发展历程，是从代工到品牌、从出口到出海的历程，是不断并购扩张的过程，也是一个传统制造业龙头实现产业升级的历程。

图 15：巨星科技上市后发展历程



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（一）转型 ODM（1993-2009）：扎根渠道、研发突破，终成 ODM 龙头

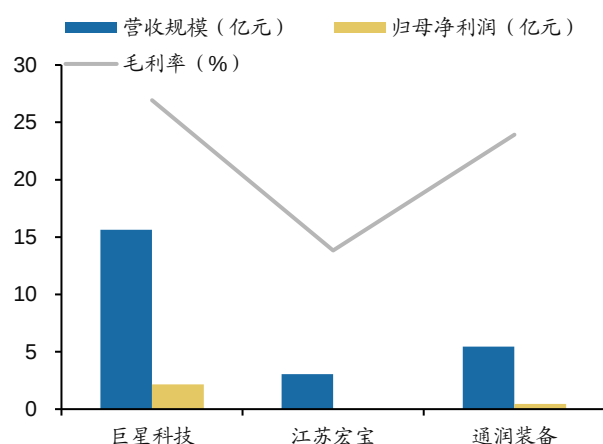
1. 从创立到上市，终成手工具ODM龙头

巨星科技成立于1993年，截至2009年已经成为中国最大的手工具制造企业，完成了

从出口贸易商到OEM厂商再到ODM厂商的转型:

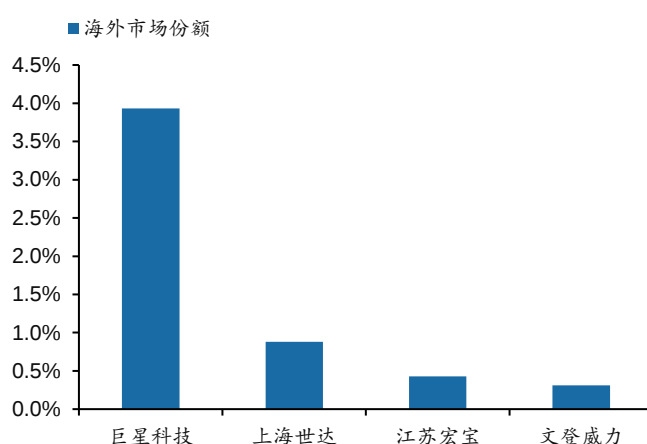
- (1) **出口贸易商->OEM (1993-1996)**: 公司成立初期的主营传统贸易, 积累了原始资本和欧美渠道, 1996年, 公司购入第一台注塑机, 开始生产螺丝批。
- (2) **OEM->ODM (1996-2001)**: 公司以螺丝批等简单的手工具做起, 同时开始通过引进国外技术、购买专利、校企合作等方式进行研究开发、为客户提供创新设计, 转型为一家ODM厂商。
- (3) **ODM高速发展期 (2001-2009)**: 截至2009年, 巨星的营收、利润水平和出口份额位居国内手工具同业第一, 是欧美众多品牌企业在亚洲最大的供应商。

图 16: 2009年巨星与行业可比公司财务对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 2008年行业主要企业手工具海外份额



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

2. 这一时期巨星何以成为亚洲手工具ODM龙头?

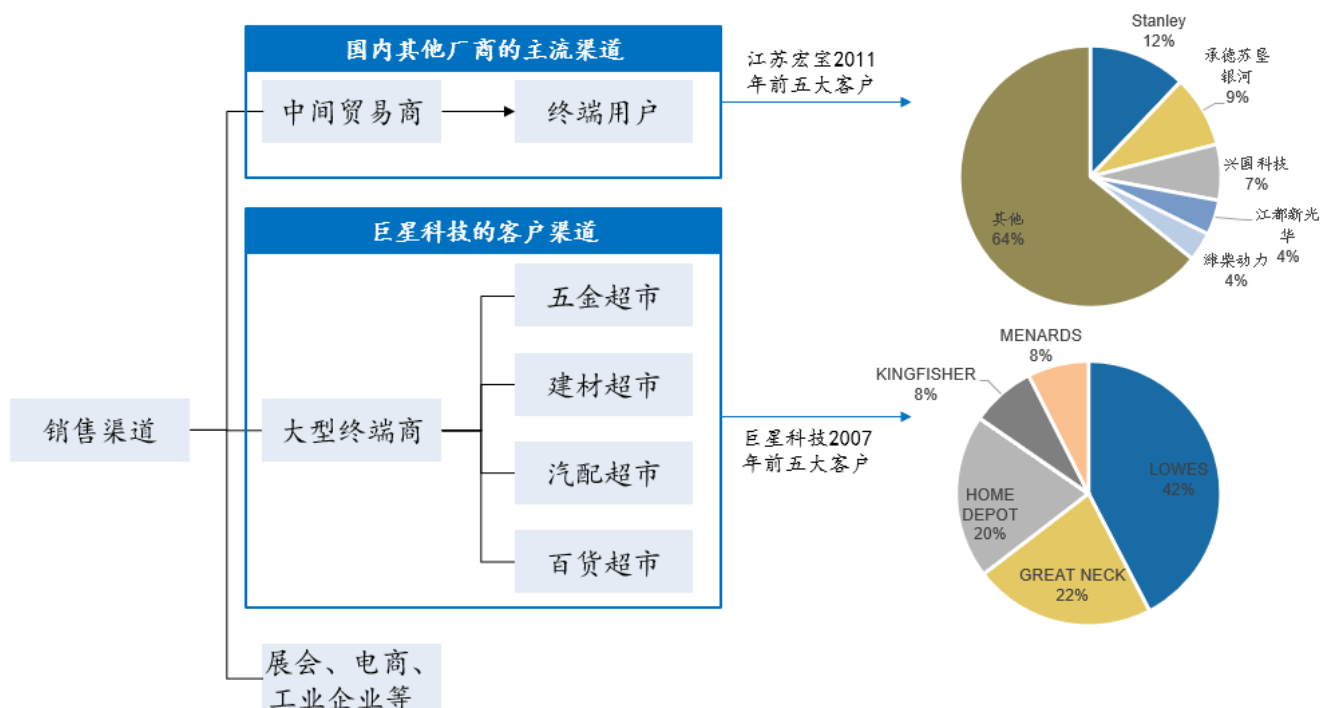
工具制造业本身壁垒低、格局分散, 巨星科技能够成功, 我们认为有两个核心因素:

1. 创始人能力强, 具有外贸出身的禀赋抓住了海外渠道这一核心竞争要素。
2. 产品品质过硬, 研发设计能够即使响应客户需求。

公司创始人仇建平是中国改革开放后第一批大学生和硕士, 具有丰富的外贸经验。仇建平研究生毕业后于浙江省机械外贸进出口公司工作, 积累了大量的人脉和欧美工具品牌客户, 巨星的创业资金就来源于其在美国大客户 Great Neck 30 万美元借款。

公司的外贸禀赋使其对渠道的把握力扎实, 直接对接海外大客户。巨星前五大客户全部为欧美零售商或品牌客户, 而国内手工具其他绝大部分公司出口都是经由经销商和中间贸易商转销给终端消费者的模式, 极少直接对接海外零售商。

图 18: 巨星科技的渠道与国内其他厂商不同

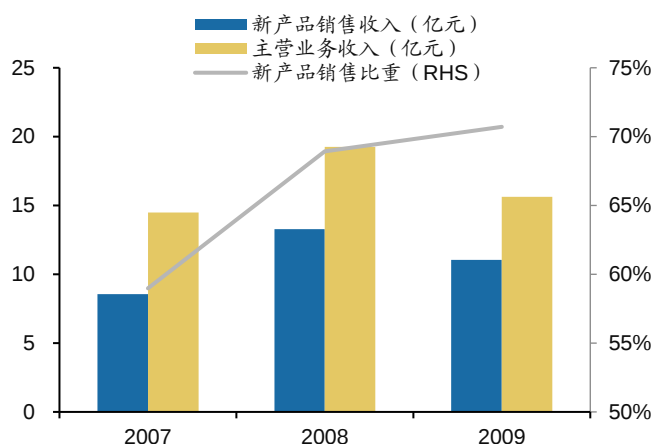


数据来源：巨星科技招股说明书，公司年报，广发证券发展研究中心

欧美零售商超需要优秀的ODM公司为其设计和代工新品。欧美工具行业具有极强的消费属性，每年需要有大量的新产品设计迎合消费者和刺激替换需求，对研发设计的响应及时性要求高。另一方面，家得宝和劳氏等厂商注重培育自有品牌但是缺乏专业的设计和制造团队，需要优秀的ODM厂商协作。

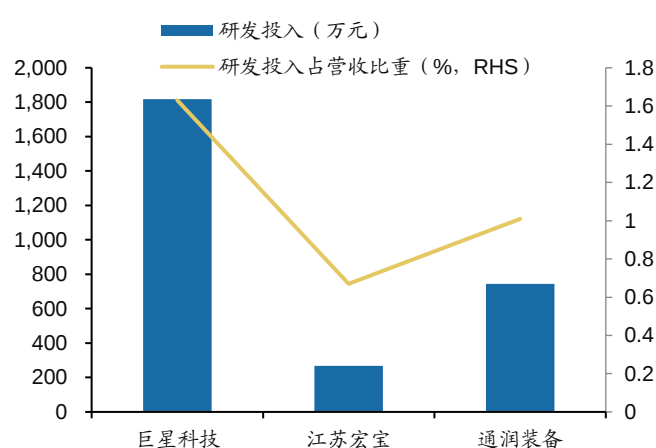
巨星产品品质过硬，研发设计能够及时响应客户需求。公司设立了专门的技术中心进行研发开发工作，确保公司能够根据市场需求迅速的推出新产品。根据公司招股书，公司每年自主研发数百种新产品，且大部分产品研发当年就能投入市场销售，其中2009年公司新产品销售比重达到70.39%。

图 19: 2007-2009年公司新产品销售情况



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 20: 2010年可比公司研发投入对比情况



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

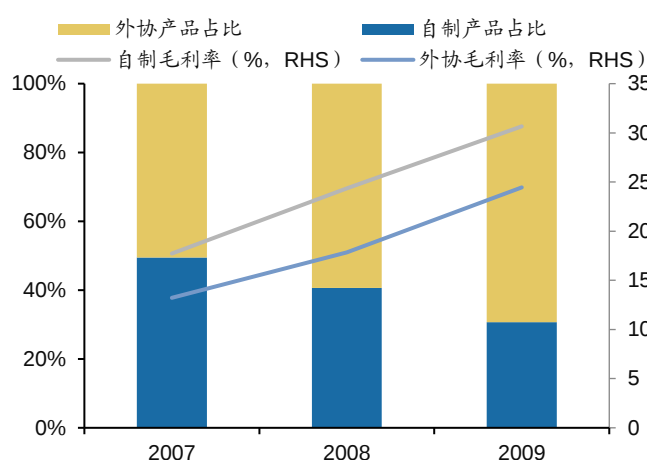
3. 巨星优秀的商业模式为后期并购扩张打下了深厚的基础

商业模式创新：中低端业务大规模外协，制造属性削弱、轻资产运营，本质是赚设计、渠道和服务的钱。根据公司招股书，公司低毛利业务大规模外协，2009年外协占比接近70%，外协供应商达600多家。即使是如江苏宏宝、文登威力这样国内其他手工具行业大公司也成为了巨星的外协厂。

轻资产运营的模式使巨星的固定资产周转率远高于行业水平，具备更多的资金去研发新产品和并购优质企业。

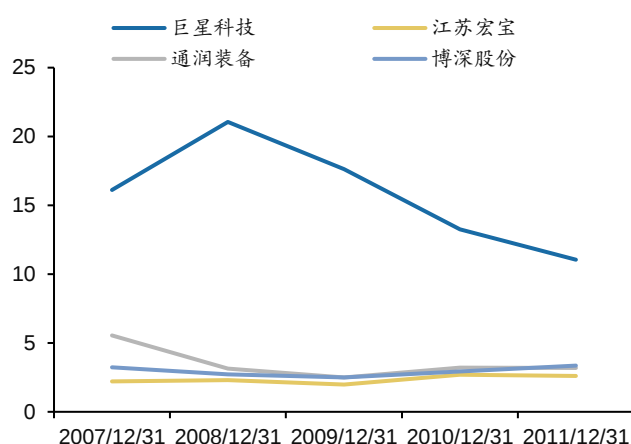
为什么这种模式能够在巨星跑通？1. 海外客户渠道进入壁垒极高，国内其他厂商难以切入。2. 海外渠道本身毛利率较高，为巨星代工也有利可图。

图 21：公司外协产品收入占比及毛利率水平



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 22：巨星与行业可比公司固定资产周转率 (%)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 3：2009年公司供应商及外协厂商情况

排名	供应商	采购金额 (万元)	占采购总 额比例	排名	外协厂	采购金额 (万元)	占外协产品采 购总额比例
1	宁波夏达工具制造有限公司	4035.51	4.14%	1	宁波夏达工具制造有限公司	3461.16	5.23%
2	阳江市顺全工贸实业有限公司	3956.96	4.06%	2	张家港金星五金工具有限公司	2555.40	3.86%
3	浙江皇冠电动工具制造有限公司	2650.44	2.72%	3	文登威力高档工具有限公司	2066.17	3.12%
4	张家港金星五金工具有限公司	2577.47	2.64%	4	温州国新五金工具有限公司	2056.69	3.11%
5	文登威力高档工具有限公司	2304.42	2.36%	5	浙江皇冠电动工具制造有限公司	1860.38	2.81%

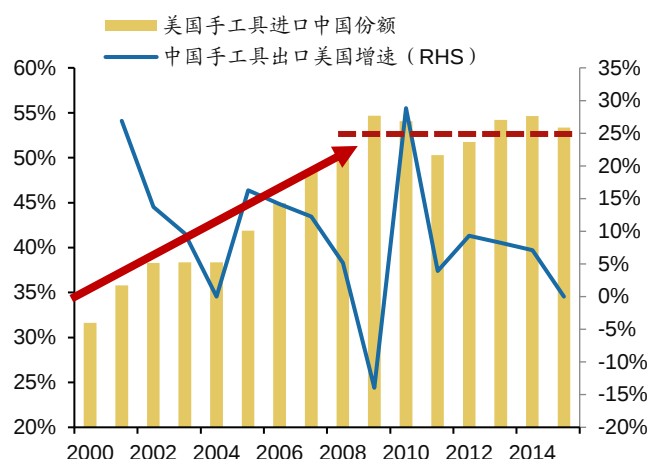
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

(二) 夯实 ODM 阶段 (2009-2016): 行业景气下行, 份额逆势提升

1. 深耕研发和渠道, 巨星穿越下行周期

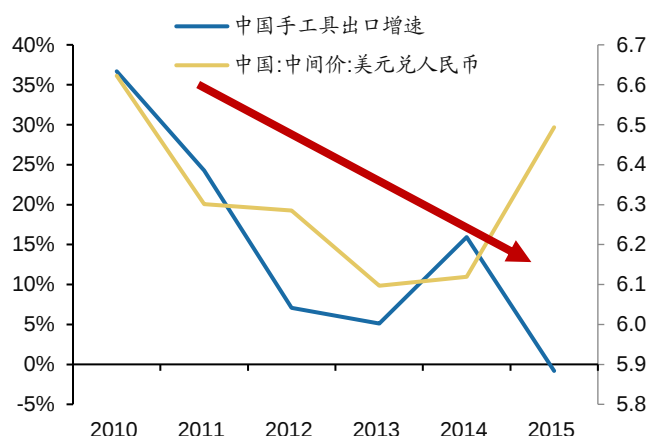
2009-2015年间, 虽然美国地产回暖复苏, 但是由于手工具出口份额见顶、人民币汇率持续升值, 行业出清加速, 国内企业普遍亏损。大量技术含量较低的手工具制造厂陷入亏损, 如国内手工具ODM规模位居前列的江苏宏宝在2012、2013两年年净利率下滑至-25.98%、-0.05%水平, 连续两年亏损, 并最终于2013年中旬宣布资产重组。

图 23: 中国手工具出口份额见顶



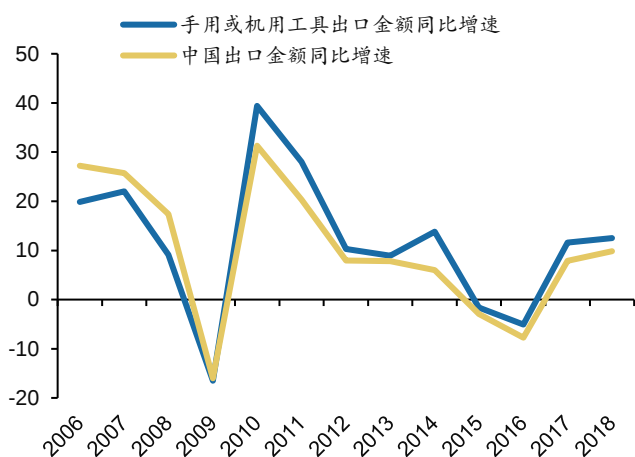
数据来源: Trademap, 广发证券发展研究中心

图 24: 人民币升值带动手工具出口增速下行



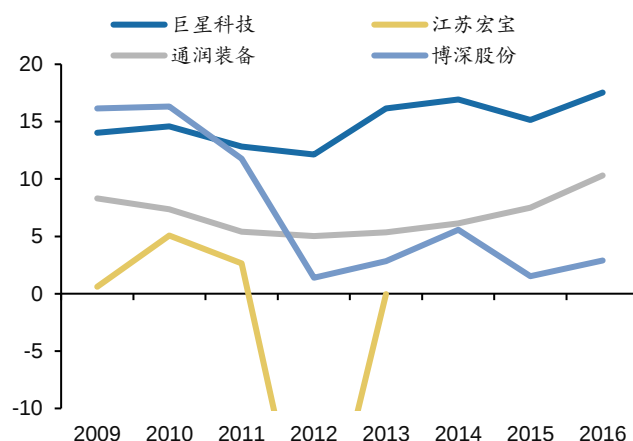
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 25: 宏观与行业出口同比增速对比 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 26: 2009-2016年同业各公司净利率 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

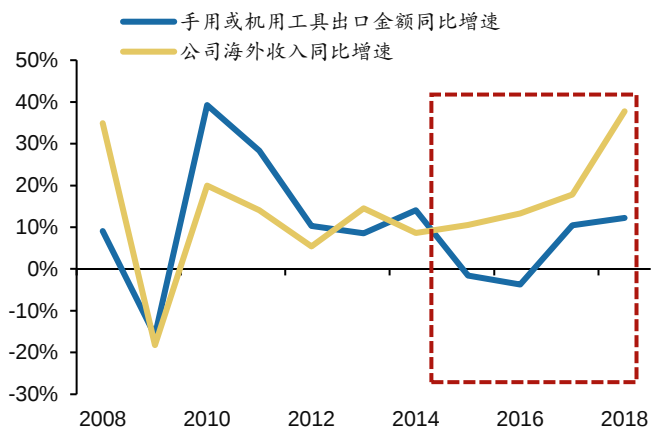
注: 江苏宏宝 2012 年净利率为-25.98%, 2013 年资产重组

在此背景下, 巨星在2015年后的收入增速显著的高于同业:

1. 巨星的渠道仍在不断拓展。一方面，巨星不断开辟南美、澳洲、东欧等空白市场，在国内建立完善的代理经销网络；另一方面，巨星也在拓宽欧美大客户渠道，比如沃尔玛在2013年进入巨星前五大客户行列，2015年就成为第二大客户。

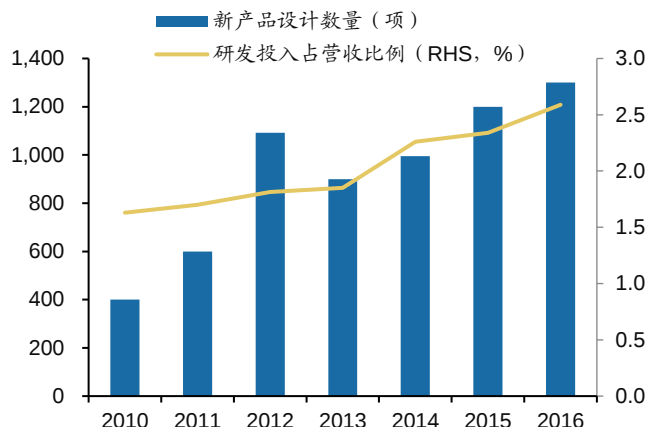
2. 巨星研发设计非常扎实，新产品研发数量不断攀升。根据公司年报，巨星新产品研发数量由2010年的每年400款提升至2016年的每年1301款，6年CAGR 22%；

图 27：2015-2017年巨星收入增速显著高于行业



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 28：新产品研发数量6年CAGR22%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 4：公司渠道和客户仍在不断扩张，沃尔玛迅速成为公司第二大客户

年份	第一大客户	第二大客户	第三大客户	第四大客户	第五大客户	前五大客户收入占比
2016	劳氏	沃尔玛	家得宝	格耐克	史丹利百得	51%
2015	劳氏	沃尔玛	家得宝	格耐克	史丹利百得	55%
2014	劳氏	家得宝	格耐克	沃尔玛	史丹利百得	52%
2013	劳氏	格耐克	家得宝	沃尔玛	BRICO	56%
2012	劳氏	格耐克	家得宝	BRICO	CTC	53%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2.讨论：为什么江苏宏宝会失败？

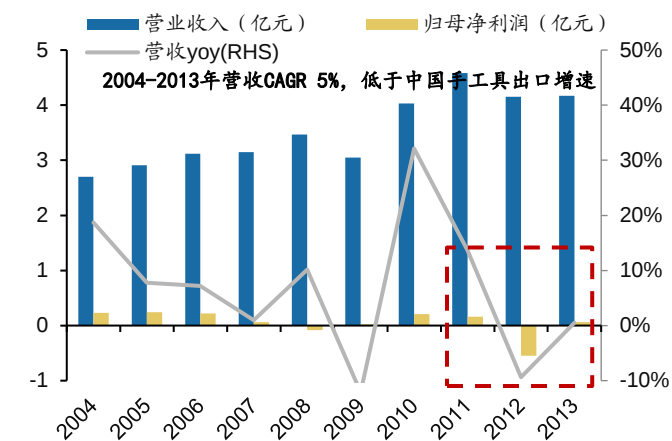
江苏宏宝曾是中国五金工具行业出口份额前三的玩家，但是2007年后陷入了利润水平下滑的困境，最终于2013年资产重组退市。

通过复盘江苏宏宝失败的历程，我们认为其失败源于研发设计实力被拉开、客户结构单一等原因，从反面证明了巨星重研发重市场轻制造模式的优越性。

从收入结构看，江苏宏宝的海外收入占比不断下降、客户结构单一。手工具行业最大的需求来源于欧美，而江苏宏宝渠道能力弱，海外收入依赖单一大客户Stanley且在不断下滑。

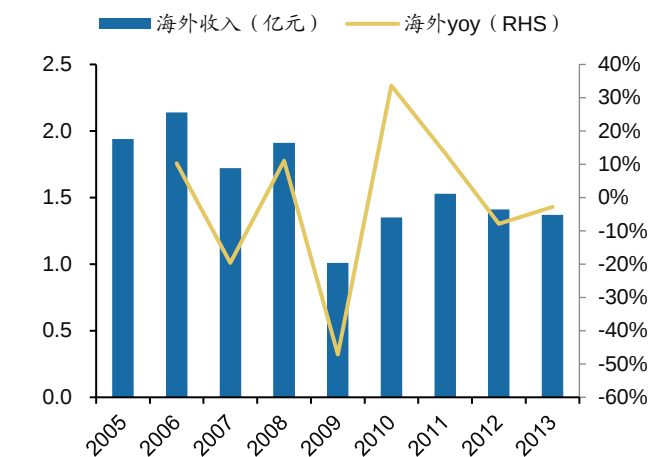
渠道能力弱的背后是研发设计能力被不断拉开差距，议价权弱。从研发投入看，江苏宏宝的研发支出长期保持不变，占营收比重长期保持在1%以下。因此江苏宏宝与巨星的差距不断被拉开，失去了成长性。

图 29：江苏宏宝同为手工工具ODM厂商，巨亏后退市



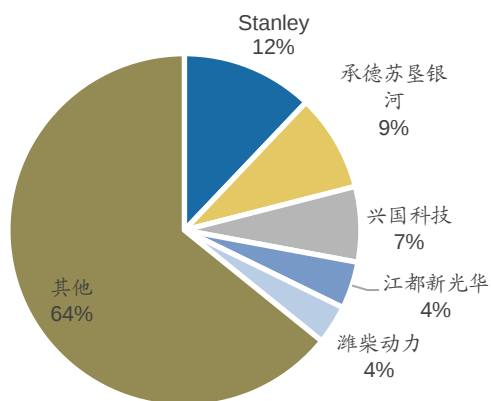
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 30：江苏宏宝海外收入增速不断下滑



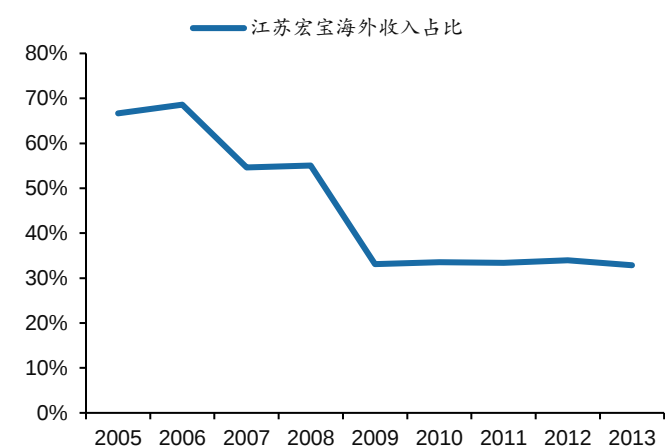
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 31：江苏宏宝2011年前五大客户结构



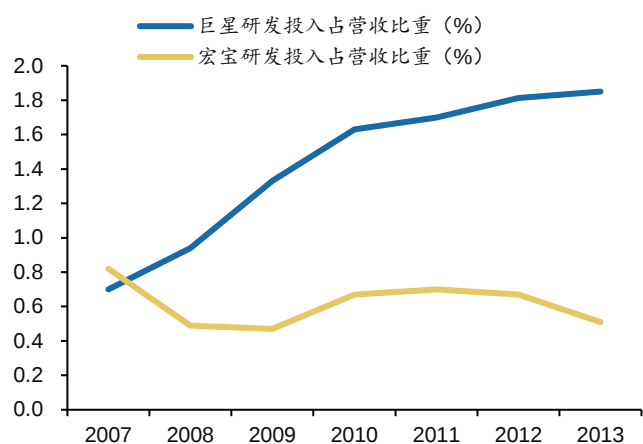
数据来源：江苏宏宝年报，广发证券发展研究中心

图 32：江苏宏宝海外收入占比迅速下滑



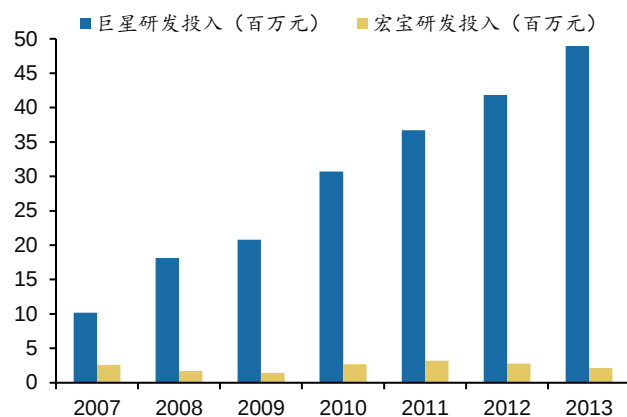
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 33: 江苏宏宝研发投入占比较低



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 34: 研发支出绝对水平对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

（三）并购转型 OBM（2016-2024）：从贴牌到品牌，从出口到出海

2016年后，巨星科技最显著的特征就是OBM收入占比迅速提升至接近50%水平，成功实现了由ODM向OBM厂商转型升级的历程。我们认为，巨星科技OBM收入提升和成长是品牌矩阵不断的丰富和品类不断拓展的结果，其核心驱动力是巨星不断收购的能力。

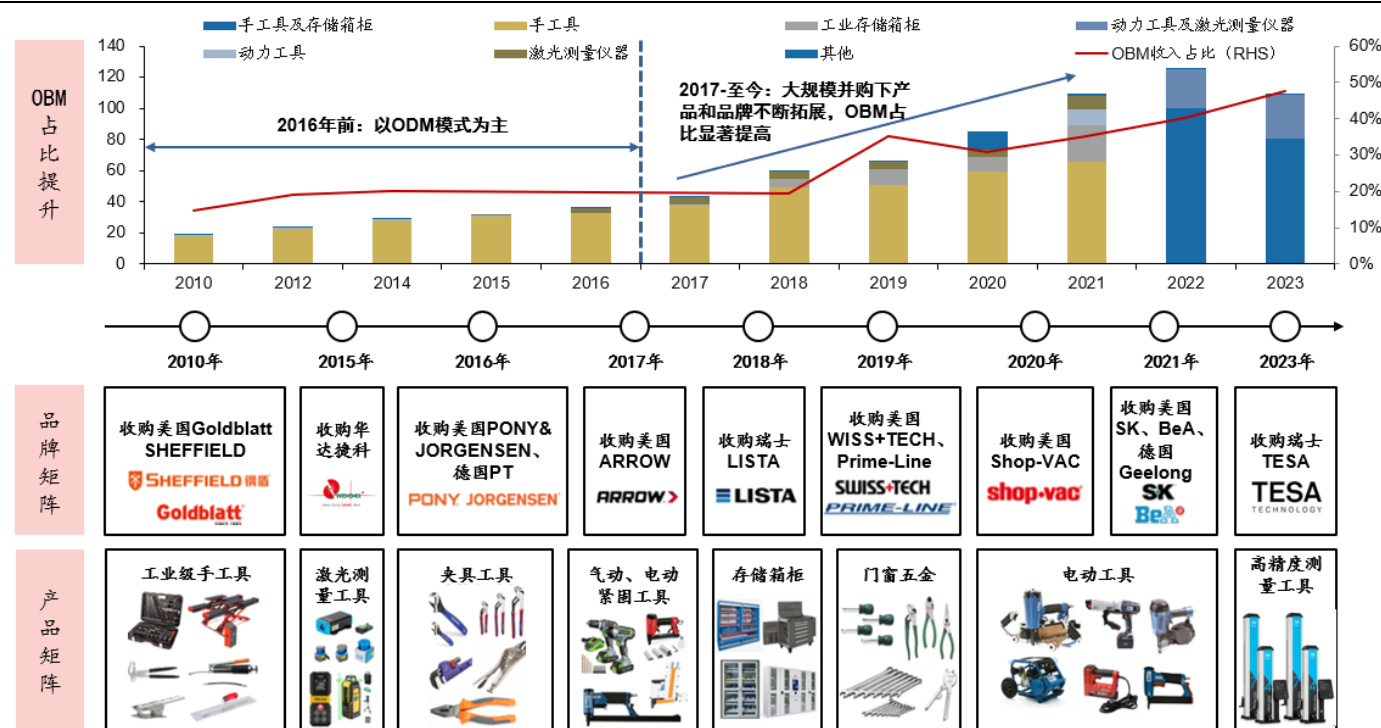
另一方面，面对2018年以来的中美贸易纠纷，巨星科技也通过全球化布局生产基地的方式逐渐规避其影响。

1. 大规模并购进程开启，OBM占比迅速提升

巨星科技瞄准海外工具细分龙头，品牌矩阵不断丰富。2016年后，公司先后收购了ARROW、PREXISO、LISTA、shop-vac等海外细分领域龙头企业，原有五金气动、电动类工具品类不断丰富，并逐步拓展激光测量工具、存储箱柜、动力工具。

2017年收购ARROW是巨星科技并购理论成熟、成功从ODM转向OBM的标志。过去，ARROW公司是巨星科技的客户之一，巨星为其提供设计加工服务。根据公司收购ARROW相关公告，ARROW本身是手动和电动钉枪的行业细分龙头，在美国大型连锁超市接近60%的市场份额，工业领域接近38%的市场份额，还拥有包括美国工厂在内完整的美国供销体系。

图 35：巨星科技并购与OBM占比提升历程



数据来源：Wind，公司年报，公司官网，广发证券发展研究中心

表 5: 2016年后巨星科技主要收购情况

品牌	成立地点	创立时间	收购时间	产品矩阵	下游客户
ARROW	美国	1929	2017	手动、电动、气动 U 型钉、码钉、铆钉射钉枪和紧固工具配件耗材	大型连锁超市、工业
PREXISO	瑞士	-	2018	深度、距离的单点、多点、线式、面式测量工具，激光指示仪	室内装修、测量工具、工程测绘、建筑施工
LISTA	瑞士	1945	2018	工业级存储箱柜	工厂、汽修厂
PRIME-LINE	美国	1978	2019	门窗五金、橱柜五金、家具五金、小五金配件	经销商、批发商、建筑商、私人屋主
SWISS+TECH	美国	1994	2019	微型工具、多功能工具、户外工具	消费、商业用户
shopvac	美国	1965	2020	干湿真空吸尘器及配件、车载吸尘器	
SK	美国	1914	2021	驱动工具和配件、钳子、刀具、汽车工具	
BeA	比利时	1910	2021	气动钉枪及紧固件	木工、家具、装修
GeeLONG	美国	1993	2021	存储箱柜	户外作业、旅行、室内应急、户内日常
艾纶清洁	中国	2010	2022	高压清洗机，吸尘器，清扫器等	消费、商业用户
TESA	瑞士	1941	2023	高度仪、电感测微系统、高精度游标卡尺等	工业级产品客户

数据来源：公司收购兼并公告，广发证券发展研究中心

2. 贸易战下实现产能出海，全球化生产布局

自2017年底开始，中美贸易争端不断升级，行业出口增速下滑至2%水平；根据公司《关于美国发布“针对中国产品征收关税”对我司影响情况的公告》，2018年销售产品约有接近50%的产品受特朗普加征关税的影响。

但是，从公司2018-2019年业绩看，并未受到显著的影响。一方面，因为公司采取FOB定价的模式，关税部分主要有海外客户承担，并且在生产效率、供应链等因素下海外并没有出现具备同等竞争力的厂商；另一方面，公司迅速采取了措施，实现全球化生产布局。

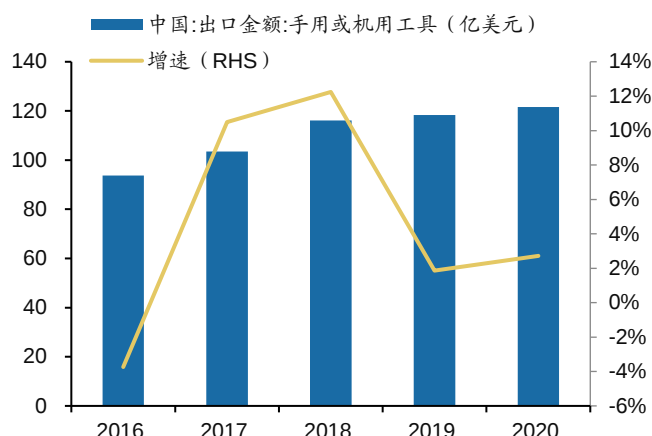
公司通过在东南亚自建+欧美收购的方式加快全球化生产基地的布局。2018年7月和10月，公司就开始在柬埔寨和越南建造生产基地，2020年2月公司开始在泰国布局生产基地，最终在东南亚形成了三大生产基地。另一方面，公司通过大规模的收并购，在欧洲和美国建立了品牌单一条线的生产基地。

表 6: 2018-2019年公司受加征关税影响情况

项目	500 亿美元关税清单涉及公司产品	2000 亿美元关税清单涉及公司产品	3000 亿美元关税清单涉及公司产品
税率	25%	25%	10%
涉及 2018 年销售金额 (万元)	10,567.69	252,035.48	45,744.01
占 2018 年营业收入比例	1.78%	42.47%	7.71%

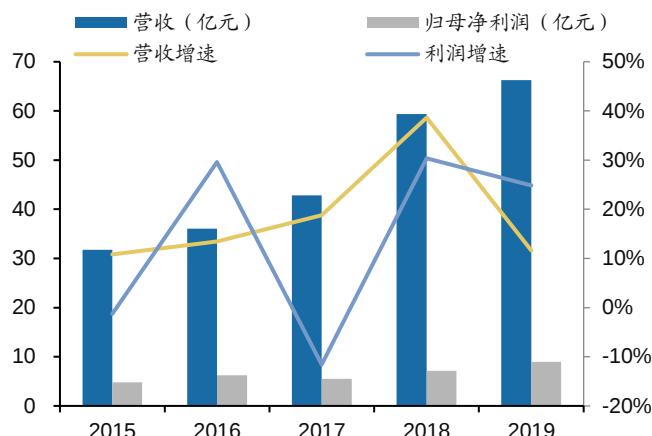
数据来源：公司《关于美国发布“针对中国产品征收关税”对我司影响情况的公告》，广发证券发展研究中心

图 36: 2016-2020 中国行业出口金额及增速水平



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 37: 17-19 年公司业绩并未受到显著影响



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 7: 公司海外产能布局

年份	基地地点	产能来源	主要产品种类
2017	美国新泽西	收购 ARROW	手动、电动钉枪及耗材
2018	德国汉堡、意大利贝加莫、瑞士厄伦	收购 LISTA	工业存储箱柜等
2019	美国加州	收购 Prime-Line	门窗五金、橱柜五金、家具五金、小五金配件等
2019	越南海防	越南一期基地自建投产	手工具和激光器等
2020	美国宾州	收购 shop-vac	干湿真空吸尘器及配件
2020	柬埔寨西港	柬埔寨一期基地自建投产	存储箱柜等
2021	德国北威、捷克卢布尔雅那	收购 BeA	气动钉枪及紧固件
2021	越南海防	越南二期基地自建投产	手工具和激光器等
2021	泰国罗勇	泰国基地自建投产	存储箱柜等
2023	瑞士勒南	收购 TESA	高精度仪器

数据来源: 公司年报, 公司官网, 广发证券发展研究中心

3. 未来, 电动工具等品类扩张将进一步为 OBM 转型提供发展动力

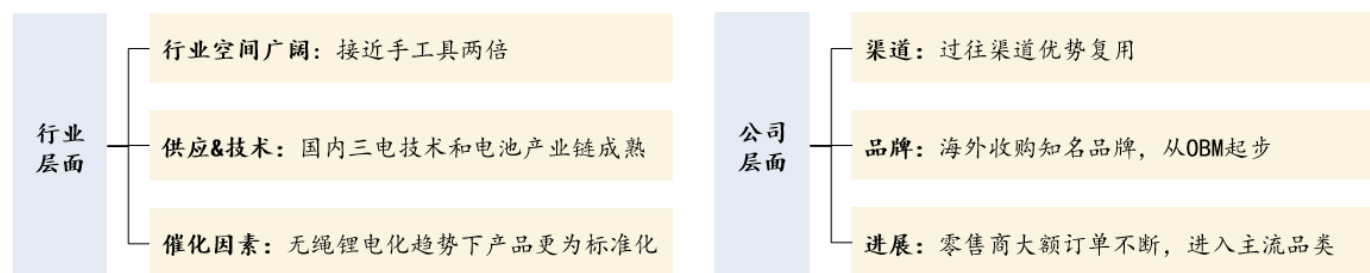
动力工具市场空间广阔, 高于手工具市场。根据前文, 弗若斯特沙利文预计 2024 年动力工具和手工具的市场空间分别为 54.3、22.6 亿美元, 动力工具的市场空间接近手工具的两倍左右。

电动工具的核心工艺在于三电系统, 更容易标准化。无绳电动工具领域产品平台化, 多种工具使用同种锂电池。对厂商来说由于电池的标准化, 无需额外产线投入; 对消费者来说, 同一块锂电池产品适配多种工具, 复购意愿得以提升。

国内三电产业链成熟, 无绳锂电化提供新的增长机会。随着锂电技术和产业链发展成熟、成本大幅优化, 出现了无绳锂电产品渗透率提高的趋势, 中国企业迎来成长

机会。

图 38：巨星科技拓展电动工具的优势



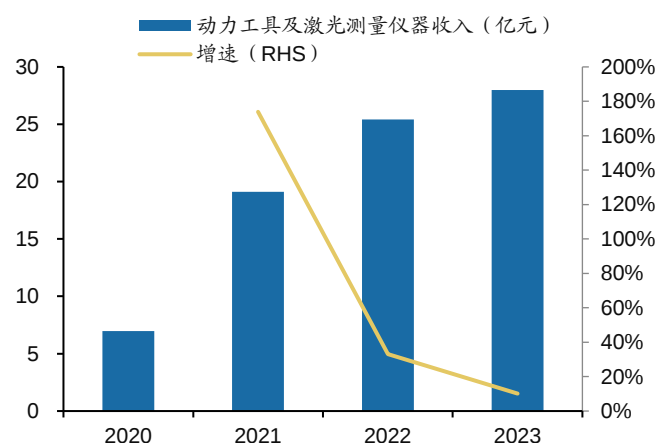
数据来源：广发证券发展研究中心

过去，公司具有动力工具生产的经验和技術，渠道可以复用。过去动力工具是公司的主营业务之一，占营收比重在2008年达到7.48%，后于2014年开始逐步边缘化。

2021年，公司重新大规模投入发展动力工具产品线，直接从OBM品牌起步。2020年，公司收购了北美吸尘器龙头品牌shop-vac公司，重新开始推进动力工具领域布局。2021年，公司收购BeA后快速恢复了欧洲动力钉枪的产能和订单，为公司在动力工具业务发力打下了良好的基础。渠道方面，公司同步推进线上线下布局，以电动吸尘器和动力钉枪为核心产品，加快产品创新并推出了全新20V平台的全品类锂电池电动工具产品线。根据公司年报，2021年作为公司动力工具元年，实现动力工具业务销售收入10.21亿元，同比增长453.77%。

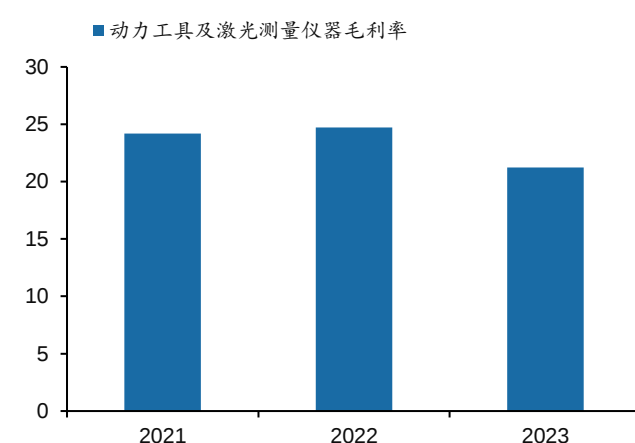
大额订单具有持续性，未来可期。2022年，公司重启业务后首次拿到大型零售业公司的动力工具采购确认，打开动力工具业务成长的天花板；随后两年公司均拿到大型零售业公司的电动工具采购确认，其中2024年收到20V无绳锂电池电动工具系列订单，说明当前公司产品已经进入主流品类。

图 39：公司动力工具及激光测量仪器板块收入及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 40：公司动力工具及激光测量仪器毛利率（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

三、巨星科技的核心竞争力是什么？

全球工具行业本身是一个增速较低、格局稳定的成熟行业，而巨星能够在其中不断的成长为全球手工工具巨头、从ODM向OBM转型，核心就在于其对渠道能力、研发制造+供应链管理能力和、收并购整合能力、全球化布局这四个核心工具的应用。

渠道能力和研发制造与供应链管理能力和构成了巨星科技经营的护城河，全球化产能布局减轻了中美贸易摩擦对巨星的影响，收并购整合能力是巨星对外扩张、OBM份额提升的核心动力。

图 41：巨星科技的四个核心工具在不同时期的应用

标识				
名称	渠道能力	研发制造+供应链管理	收并购整合的能力	全球化布局能力
1993-2009： 创业发展阶段	创业初期即 直接对接欧美大客户	高效研发设计抓住客户痛点	-	-
2009-2016： 品牌初创阶段	下游大客户粘性强 ，行业下行时期仍保持稳定的增长	70%产能外协 ，1000+供应链厂商合作，造就了 巨星轻资产模式	小规模收购海外品牌	-
2016-至今： 并购转型 OBM阶段	2016-2019 创立土猫网，在亚马逊开拓电商渠道	大规模外协产能使得产能外移更灵活。	大规模收并购海外细分领域龙头，OBM占比提升	通过收购欧美生产基地和自建东南亚基地方式实现 产能出海 。
	2020-至今 渠道稳固，电商渠道迅速增长			进一步扩大海外产能， 预计2025实现对美产能全覆盖

数据来源：广发证券发展研究中心

（一）客户渠道优秀，直接对接海外零售商超——巨星最为深厚的护城河

客户渠道优秀，海外主流零售商超和头部品牌均为巨星科技客户。劳氏、家得宝和沃尔玛等大型零售商超长期稳定位于巨星科技前五大客户之列，同时公司也是英国百安居（B&Q）、英国翠丰（KINGFISHER）、法国家乐福（CARREFOUR）、加拿大加泰（CTC）等客户手工工具及存储行业的最大供应商之一。

巨星的本质是一家提供手工工具行业全品类一站式采购服务的平台型公司，具有较强的客户粘性。从海外零售商超的角度看，近年来越来越重视自有品牌的培育，如家得宝的Husky和劳氏Kobalt，但是由于手工工具行业巨大的SKU以及其根据市场快速设计迭代新品的需求，他们同样需要和优秀的代工厂公司合作。而巨星通过强大的供应链整合能力能够为客户提供方便的一站式全品类采购服务，同时也具有专业的研发设计团队满足定制化需求。

表 8: 2012-2023年公司收入前五大客户情况

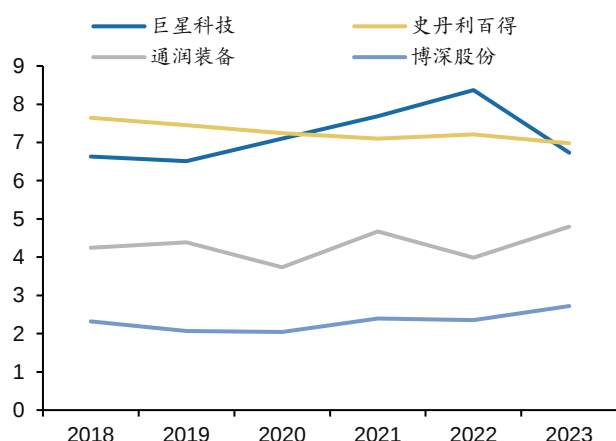
年份	第一大客户		第二大客户		第三大客户		第四大客户		第五大客户		合计
	客户名称	收入占比	客户名称	收入占比	客户名称	收入占比	客户名称	收入占比	客户名称	收入占比	前五大客户收入合计占比
2023	-	19%	-	12%	-	10%	-	2%	-	2%	46%
2022	-	24%	-	13%	-	7%	-	3%	-	2%	48%
2021	-	21%	-	11%	-	10%	-	2%	-	2%	47%
2020	-	17%	-	12%	-	11%	-	3%	-	2%	45%
2019	家得宝	13%	沃尔玛	10%	劳氏	9%	史丹利百得	3%	Kingfisher	3%	39%
2018	劳氏	11%	家得宝	8%	沃尔玛	8%	西尔斯	6%	史丹利百得	4%	37%
2017	劳氏	16%	家得宝	11%	沃尔玛	10%	史丹利百得	6%	格耐克	5%	48%
2016	劳氏	19%	沃尔玛	11%	家得宝	11%	格耐克	6%	史丹利百得	4%	51%
2015	劳氏	26%	沃尔玛	10%	家得宝	10%	格耐克	6%	史丹利百得	4%	55%
2014	劳氏	27%	家得宝	9%	格耐克	7%	沃尔玛	5%	史丹利百得	4%	52%
2013	劳氏	36%	格耐克	7%	家得宝	7%	沃尔玛	3%	BRICO	3%	56%
2012	劳氏	33%	格耐克	9%	家得宝	5%	BRICO	3%	CTC	3%	53%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

（二）轻资产模式运营，全球化生产布局——巨星经营之基石

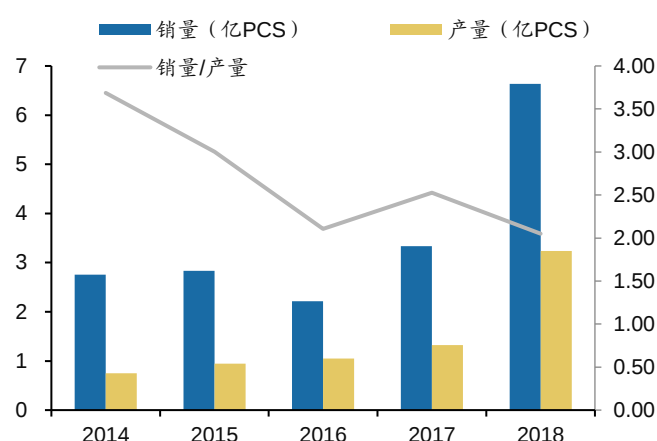
从商业模式上看，重市场轻产能，大规模外包下轻资产运营、产能灵活。相比于传统制造业重资产的商业模式，巨星将大量低端产品外包给国内上千家OEM厂商，长期合作下供应稳定。因此，巨星得以拥有较高的固定资产周转率水平。

图 42: 2018-2023年同业固定资产周转率对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 43: 2014-2018年公司产销情况



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

注：2019年后公司年报披露口径改变，销量以组套为单位统计、产量采用原口径，不再可比

另外，在中美贸易摩擦的威胁下，公司通过全球化并购叠加自建，形成了“中国研发、亚洲制造、欧美服务”的全球布局，55%生产基地位于海外。根据公司官网，当前公司在全球拥有约23处生产基地，其中11处位于国内，12处位于海外。从战略看，公司全球布局会选取优质产业链公司进行并购，升级为中国设计、东南亚制造、服务欧美的公司。从公司的产能布局看，国内11个生产基地位于江苏、浙江和广东；欧洲区六个生产基地位于德国、瑞士、意大利和意大利；美国基地位于新泽西、加州和宾州；东南亚基地位于泰国、柬埔寨和海防。欧洲和美国的生产基地主要通过并购获取，东南亚地区的生产基地主要是公司自建以降低成本。供应链端，公司与全球数千家供应商合作良好，确保供货和交付的及时性。

图 44：巨星科技全球化生产制造基地



数据来源：巨星科技官网，广发证券发展研究中心

未来，公司在东南亚将进一步加速布局，越南三期预期25H2投产。2018年开始巨星科技将部分ODM产能转移至越南、柬埔寨和泰国三大生产制造基地。根据公司年报和公司官网披露，截至2024Q1，柬埔寨三期项目已投产，越南二期项目已至验收阶段；2024年8月16日越南巨星三期项目正式开工，规划2025年7月投产。

表 9：2023年巨星科技在建工程明细（海外产能相关部分）

项目	期初账面价值	期末账面价值
越南智能有限公司一期厂房建设项目	0.95	0.23
越南智能有限公司二期厂房建设项目	-	0.23
柬埔寨二期厂房建设项目	0.21	-
柬埔寨三期厂房建设项目	0.20	-
泰国工具箱柜生产基地 建设项目	0.12	-
合计	1.48	0.46

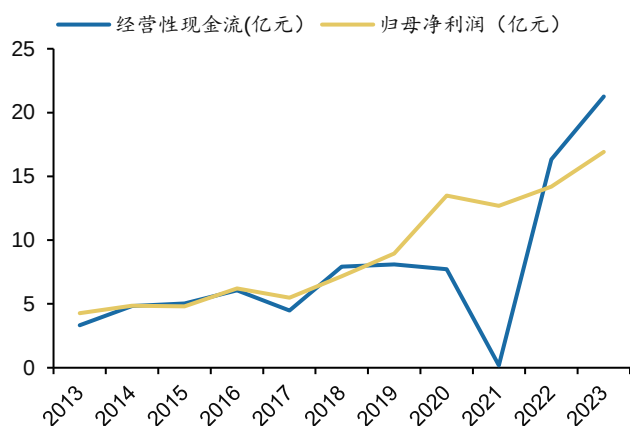
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

（三）前瞻的商业眼光，优秀的并购策略——巨星成长扩张之矛

巨星科技上市以来，持续成功收购与整合了ARROW、LISTA、SK等数十家优秀海外公司，是公司持续增长的引擎。

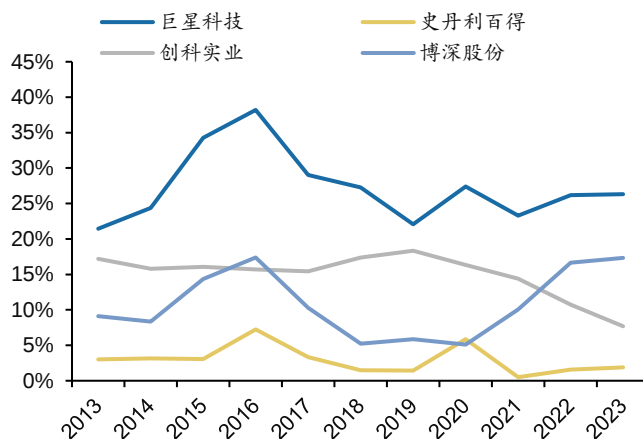
巨星科技充足的现金流，为其并购提供了支持。巨星科技优秀的商业模式使其具有较高的固定资产周转率和充足的现金流；从资产的组成看，巨星科技的货币资金占比长期保持在20%以上，为巨星随时能够抓住收购机会提供了资金支持。

图 45：巨星科技现金流情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 46：各公司货币资金在总资产中占比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

巨星科技拥有独特的并购策略，能够以较低的价格收购优质资产。从历史估值看，巨星科技收购公司的平均PE为10-11x，对比当前巨星科技16xPE、创科实业24xPE本身的估值也较低。这是因为巨星往往会在行业低点收购，比如Shop-Vac和BeA的收购时点为疫情后资金链断裂，中策橡胶在2019年面临中美贸易纠纷、环保条例限制等困境。长期来看，被收购的资产本身给巨星科技带来了丰厚的回报。

从并购对象的选择来看，巨星往往选择与巨星业务有协同的细分领域的龙头品牌。巨星能够快速完成被收购公司与自身在技术、品牌和渠道等方面的整合，发挥协同效应。在产能上，巨星通过收购得以迅速获得海外的生产基地，规避地缘政治风险，同时丰富被收购公司的产品线实现协同；在渠道上，巨星与被收购公司实现互补，比如通过收购ARROW进入过去没有覆盖到的美国小型超市渠道；在品牌上，巨星科技通过大量的并购成功实现了从ODM厂商到OBM厂商的转变。

巨星科技能够依托自身的渠道和制造优势为旗下品牌赋能。从ARROW的收购看，根据公司年报披露，在公司收购前ARROW营收5年CAGR为1.2%，经过公司对ARROW品牌市场、研发和采购的三方面整合，2017-2020年CAGR达12.3%。

表 10: 巨星部分收并购项目估值情况

公司	收购时点	计价单位 (百万)	上一年 收入	上一年 利润	上一年 净资产	ROE	对价	股权	PE	PB
Goldblatt	2010	USD	9.1	亏损	1.2	-	1.3	资产收购	-	1.01
华达科捷	2015	CNY	170.5	22.4	84.1	27%	198.3	100%	8.83	2.36
Prim's tools	2016	CNY	127.1	12.8	80.3	16%	168.1	100%	13.14	2.09
ARROW	2017	USD	68.6	12.5	24.1	52%	125.0	100%	9.97	5.18
Lista	2018	瑞士法郎	113.9	10.5	53.1	20%	184.5	100%	17.62	3.47
中策橡胶	2019	CNY	26881.9	802.1	8665.9	9%	12350.0	11%	15.40	1.43
Shop-Vac	2020	USD	208.0	9.7	-	-	41.9	资产收购	4.31	-
BeA	2021	EUR	109.0	亏损	17.2	-	27.9	资产收购	-	1.62
GEELONG	2021	HKD	1185.1	116.2	115.7	100%	1020.5	100%	8.78	8.82
艾纶清洁	2022	CNY	366.0	25.3	47.8	53%	280.0	70%	11.08	5.86
TESA	2023	EUR	51.3	5.6	39.3	14%	40.0	100%	7.21	1.02
总体平均									10.70	3.29
剔除资产收购后平均									11.50	3.78

数据来源: 公司收购兼并公告, 广发证券发展研究中心

表 11: 巨星部分典型海外并购项目

年份	被收购公司	国家	公司地位及业务协同
2010	Goldblatt	美国	包含 11 个专业手工工具品牌, 其中 Goldblatt 有上百年历史。
2017	Arrow	美国	细分领域的绝对龙头, 美国大型连锁超市 60% 份额, 工业领域 38% 的份额, 将巨星的产 品导入美国小型超市渠道。
2018	LISTA	瑞士	欧洲专业工作存储解决方案的第一品牌, 市占率 14%。
2019	Prime-Line	美国	北美最大的门窗可替换五金件供应商
2020	Shop-Vac	美国	北美吸尘器龙头品牌。巨星通过收购获取马达电机等相关技术, 重新进入动力工具市场。
2021	BeA	比利时	欧洲气动紧固产品第一品牌, 市占率约 22%。与 Arrow 业务整合, 巨星将成为全球最大的 钉枪供应商

数据来源: 公司收购兼并公告, 广发证券发展研究中心

长期看, 并购为巨星提供了10-12%的增速贡献。通过将巨星科技年报中并表范围中的公司收入扣除, 即可得到巨星主营业务的增速以及收购业务并表带来的增速两部分。

具体测算逻辑为:

- (1) 内生成长增速=(当期总收入-当期并表增量-并表第二年增量)/(上一期总收入-上一期并表增量)-1
- (2) 并购贡献增速=总营收增速-内生成长增速

(3) 原主营业务收入=上一期原主营业务收入*(1+内生成长增速

(4) 并购带来收入=营业总收入-原主营业务收入

核心假设:

(1) 部分并购项目第二年收入并未披露, 假设为在前一年收入的基础上根据行业增速调整来预测。

(2) 原主营业务收入与并购带来收入的测算中, 隐含的假设是: 过去年份并购资产以总营收增速增长。

表 12: 巨星科技并购增速贡献测算

	2014-2021 CAGR	2014-2023 CAGR	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
营业总收入 (亿元)	21%	16%	28.66	31.76	36.03	42.81	59.35	66.25	85.44	109.20	126.10	109.30
收购资产当期并表 增量(亿元)				0.63	0.14	2.64	5.02	4.60	2.52	17.56		0.32
收购资产并表第二 年收入(亿元)					1.30	1.65	5.36	13.66	5.52	3.02	30.11	
原主营业务收入 (亿元)			28.66	31.13	34.59	37.13	45.26	39.98	50.19	53.64	56.19	48.56
并购带来的收入 (亿元)			0.00	0.63	1.44	5.68	14.09	26.27	35.25	55.56	69.91	60.74
内生成长增速	9%	6%	8%	9%	11%	7%	22%	-12%	26%	7%	5%	-14%
收购贡献增速	12%	10%	0%	2%	2%	11%	17%	23%	3%	21%	11%	0%

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

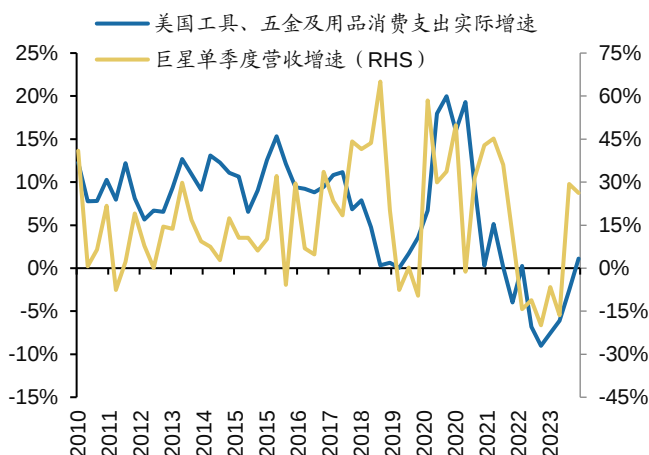
四、当前巨星处于周期的什么位置？

除去通过并购获得成长外，工具行业本身具有显著的周期属性，体现在巨星科技的收入端和盈利端两部分。

收入端：传统手工具行业比较成熟，由美国地产周期和下游渠道库存周期双周期主导，2023年美国地产需求受高利率水平压制叠加下游主动去库存导致行业处于下行周期，未来我们预计巨星将受益于美国降息和下游补库。

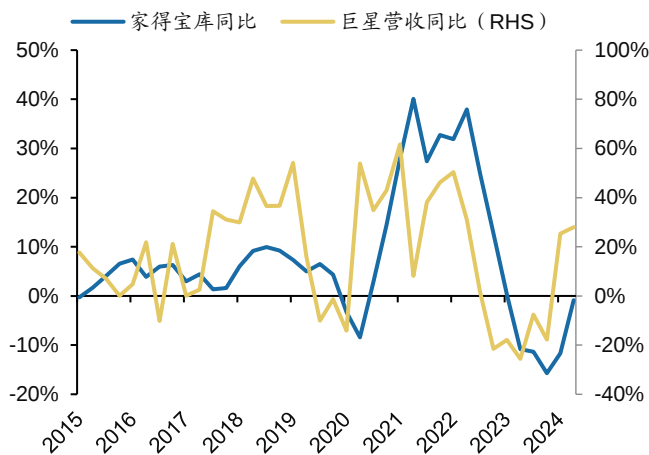
盈利端：巨星科技海外收入占比达95%，其中美国收入占比达65%，这种销售在海外制造在中国的模式使得巨星盈利水平和美国CPI与中国PPI剪刀差正相关。另外，在原材料价格、汇率等因素的影响下当前处于一个较高水平的区间内，未来随着OBM业务占比逐渐提高、规模效应显现和海外产能释放等因素盈利水平将进一步提升。

图 47：巨星营收增速与美国工具消费增速一致



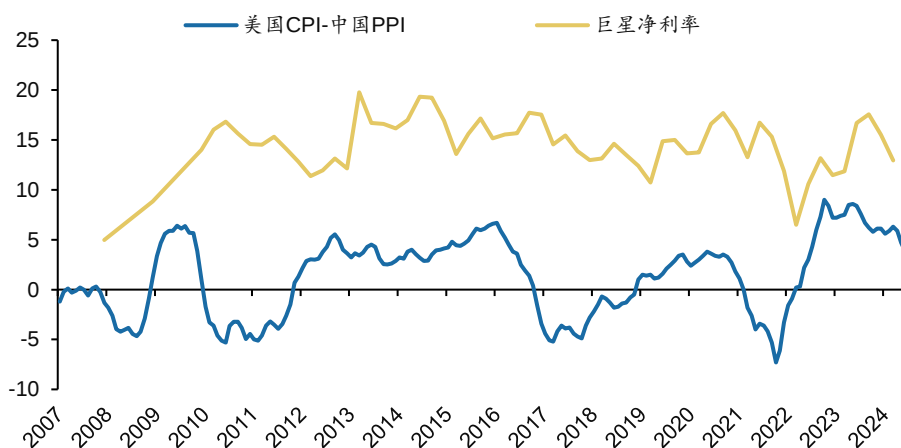
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 48：巨星营收受到下游库存周期影响



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 49：美国CPI与中国PPI剪刀差和巨星科技净利润水平对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（一）收入端：受益美联储降息，地产与库存双周期共振

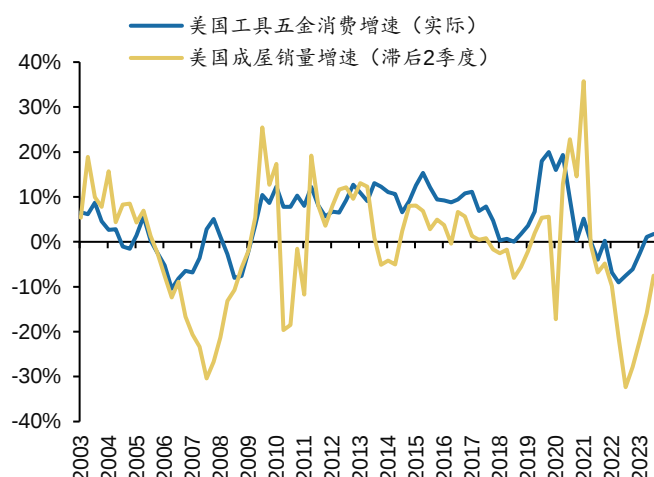
1. 中长期维度看，欧美地产需求决定了工具行业景气度

中长期维度看，美国工具销售增速与美国成屋销量增速一致，传导约滞后1-2个季度。

这是因为DIY是美国手工具的主要需求来源，DIY工具主要用于房屋装修和翻新改造。根据Coherent统计，欧美DIY需求占据欧美时候工具下游需求的60%以上，是最主要的需求。其中，DIY工具主要用于房屋装修、房屋翻新和改造，包括现有房屋的内部升级（电气和管道）、室外升级项目（砖石、混凝土结构、屋顶升级）和其他改造项目（花园装修改造或车库维修、扩建）。

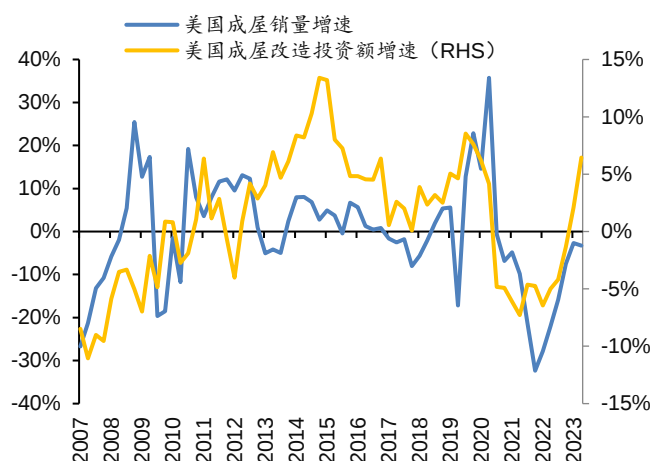
成屋销售增加带来房屋翻新改造需求提升，提振五金工具销量。DIY工具的新增需求主要来自于：1. 旧物卖出前屋主进行DIY改造以使房子升值；2. 新房购入后，新屋主对旧有房屋的升级改造需求。因此工具需求与美国房屋销量呈现正相关关系。

图 50：美国工具消费增速与美国成屋销量增速水平滞后2个季度相关性较强



数据来源：Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 51：美国成屋改造投资额增速与美国成屋销量增速具有较高相关性



数据来源：Wind, BEA, 广发证券发展研究中心

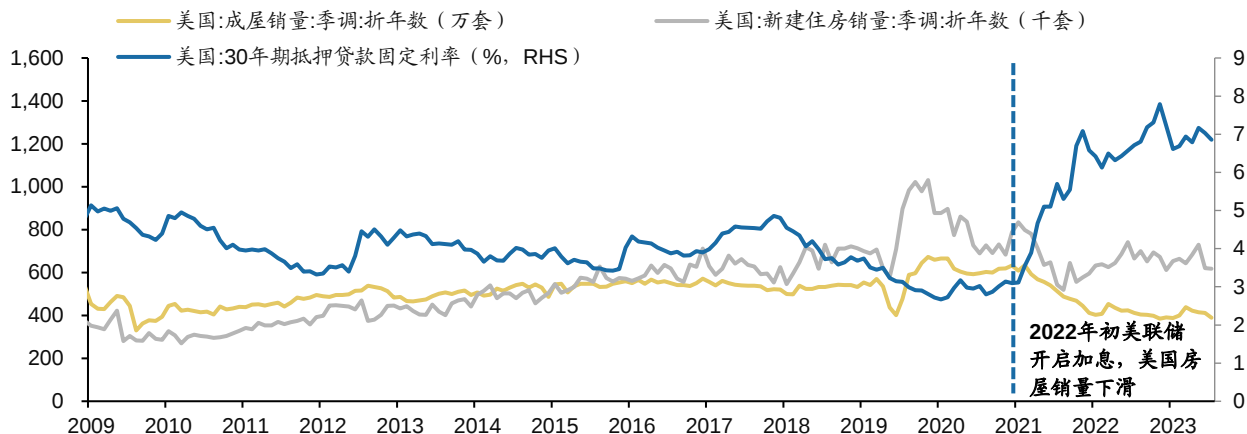
2. 当前美国地产受高利率制约，未来将受益于美联储降息通道开启

从历史数据看，美国地产销量与美国房贷利率具有显著的负相关性。根据Wind，自2022年初美联储开启加息，美国30年期抵押贷款固定利率由3%左右升至2024年7%左右，美国成屋销量迅速下滑。

当前美国地产销量主要受美国高利率的房贷制约，置换成屋需求受到压制。根据NAR统计，美国购买房屋以贷款形式为主，全款买家占比不足30%。根据FHFA，由于2020-2021年间美国房贷利率降至3%以下，平均存量房贷利率大幅下行至4%左右。但是，2022后美联储加息下美国房贷利率上升至6%以上水平，房屋置换的需求被大大压缩了。根据房地美数据，美国地产需求中，成屋销量占80%以上，因此美国高利率使得成屋的供给和需求双双收缩。

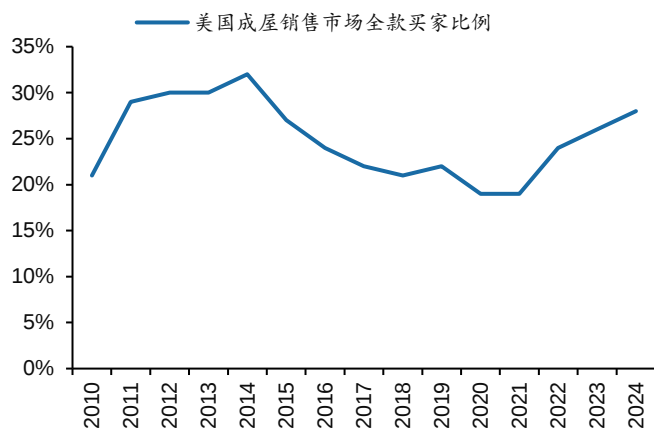
因此，未来若美国降息通道开启，将有望显著提升地产需求。

图 52：美国房屋销量与房贷利率具有显著的负相关性



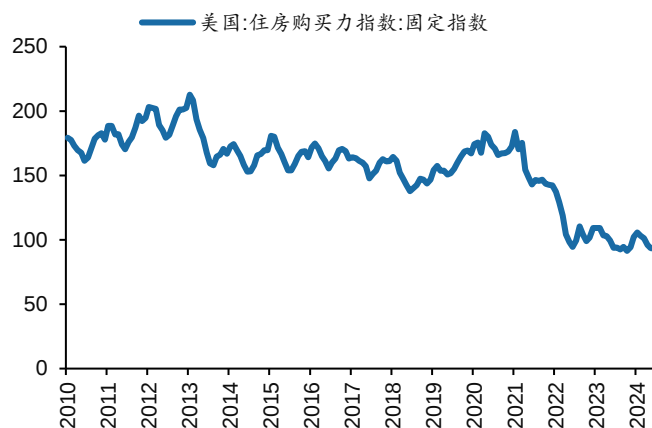
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 53：美国成屋全款买家占比提升



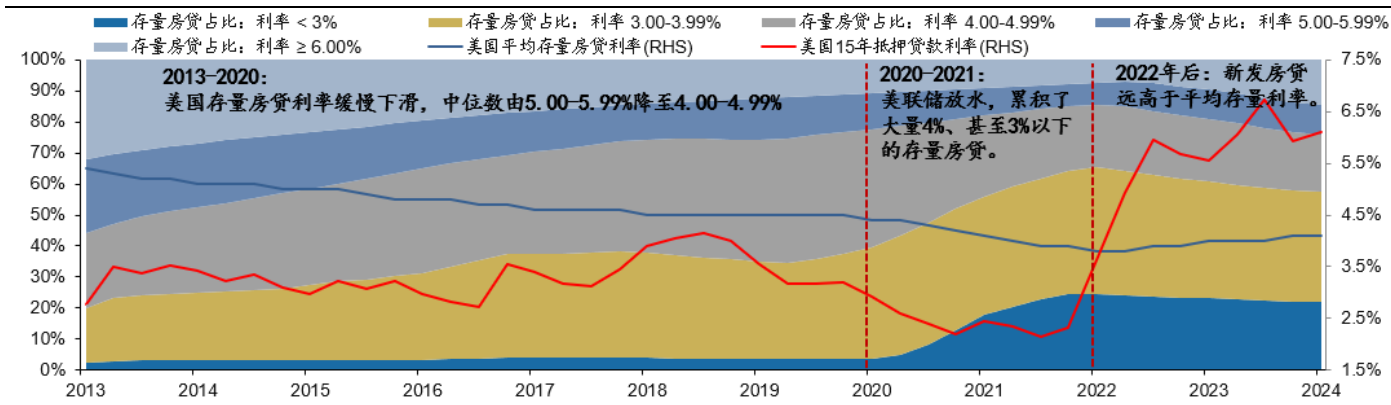
数据来源：NAR，广发证券发展研究中心

图 54：加息下美国住房购买力下滑



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 55：2020-2021年的货币宽松累积了大量4%以下的存量房贷，当前高利率环境压制了成屋置换的需求



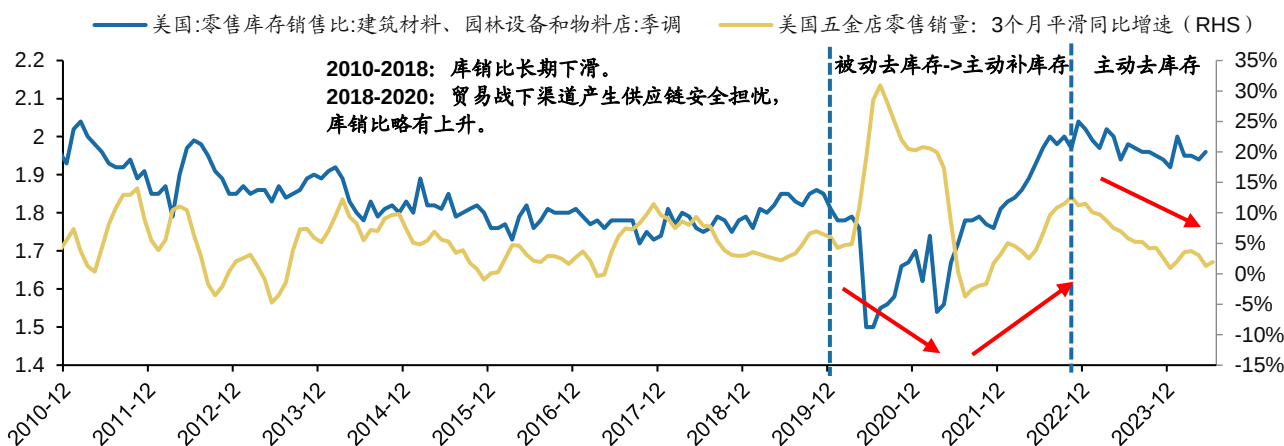
数据来源：FHFA，广发证券发展研究中心

3. 下游库存周期：直接影响短期业绩表现，未来受益下游补库

美国工具行业受美国地产周期和下游渠道库存周期的双重影响，其中库存周期短期直接影响上游业绩表现。复盘历史，2020-2024年库存周期对上游业绩的影响加大：

1. 2020年初至2021年初：疫情冲击下产能供应不足叠加需求大幅提升，行业进入被动去库存阶段，销量猛增而库存下滑。
2. 2021年初至2022年初：由于需求的高景气 and 渠道对于供应链安全的担忧，库存水平迅速上升，进入主动补库存阶段，放大了对上游工具制造企业的需求。
3. 2022年初至2023年底：下游需求见渠道商库存高企，进入主动去库存阶段，对上游工具制造企业的需求超预期减少，与下游真实需求不匹配。

图 56：美国建材、园林设备与物料店零售销售额增速与库销比对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

美国国家得宝和劳氏库存是重要的观测指标，当前去库动作已见底。

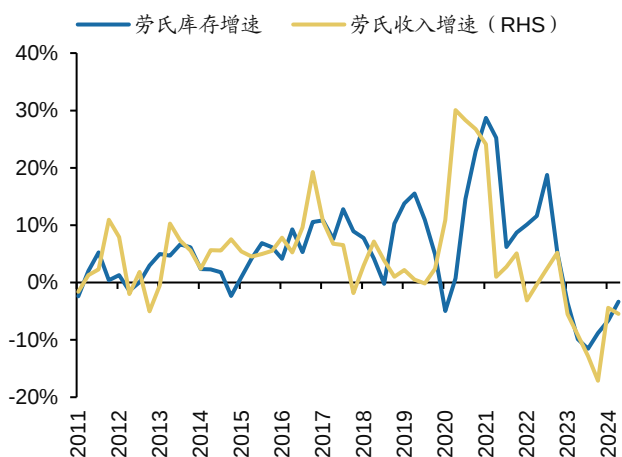
劳氏和家得宝在工具行业下游渠道占比接近50%，且长期位于巨星科技前五大客户，

其库存与销售是重要跟踪指标。

2023年底劳氏和家得宝的库存与收入增速出现拐点，2024年前两个季度绝对库存水平回升，代表零售商超去库存动作见底。

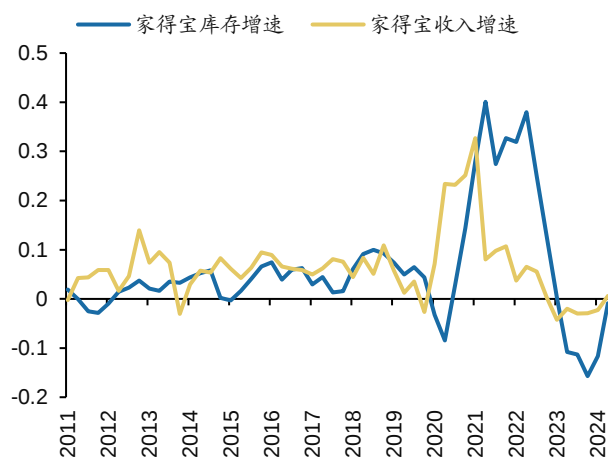
未来，美国降息带动需求提升下，零售商超有望开启补库，形成两大周期共振。

图 57：美国劳氏库存与收入增速



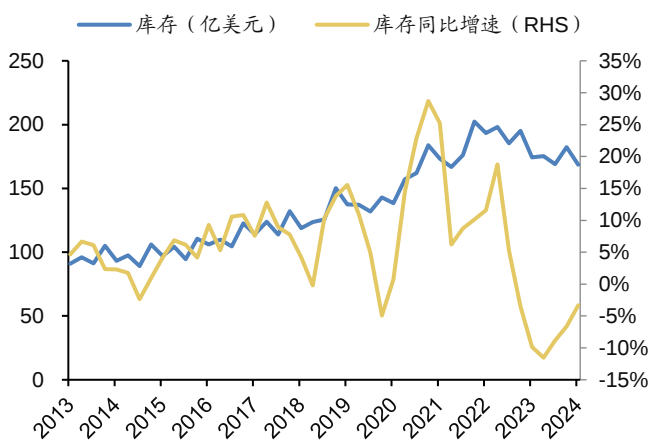
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 58：美国家得宝库存与收入增速



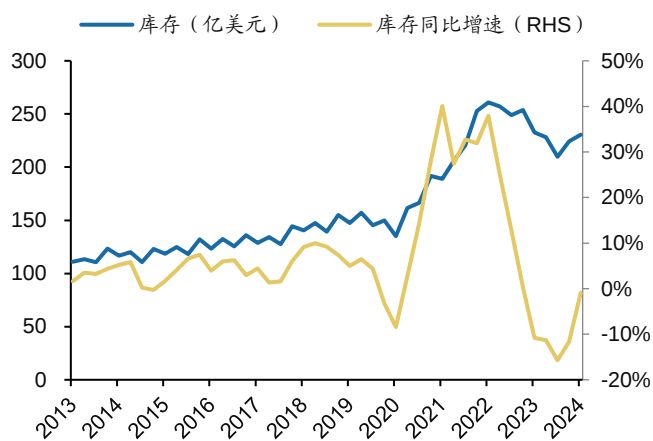
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 59：美国劳氏库存水平



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 60：美国家得宝库存水平



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）成本与费用端讨论：当前处于高盈利能力范围区间

由于公司出口主导的模式，巨星科技的盈利水平受到汇率、海运费、通胀水平等因素影响较大。总体而言，我们认为主要有四重因素影响毛利率：

1. 细分产品及原材料因素：手工具毛利率相对平稳，波动较小；箱柜业务毛利率对原材料热卷钢价格更为敏感，当前原材料价格不断下行，毛利率有望修复；动力工具及激光测量仪器板块毛利常年低于均值，未来盈利能力将受益于规模提升。

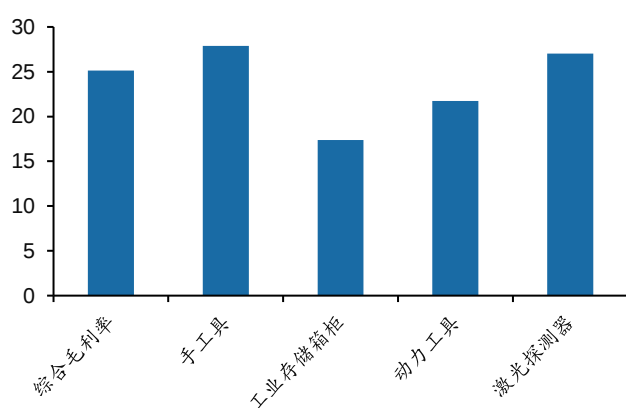
2. 自有品牌因素：主要销售模式主要包括ODM和OBM，近年公司OBM占比逐步提升，且OBM对应的毛利率高于ODM，呈提升趋势。2007年公司OBM收入占比仅为10.3%，2023年OBM营收占比接近50%，自主品牌发展迅速。

3. 汇率及报价方式因素：公司在中国和东南亚的产能，出口至欧美时候采用FOB报价，这部分产品的收入和毛利率都会随着汇率波动而受影响。巨星科技的收入是美元计价，成本是人民币计价，汇率对毛利率的影响较大。

4. 海运费因素：公司的采购及OBM海运费自2020年开始计入成本，影响毛利率；ODM部分，客户承担海运费。OBM和ODM部分毛利率的变动差值，即体现为海运费的差异，2023年这一差值向上修复。

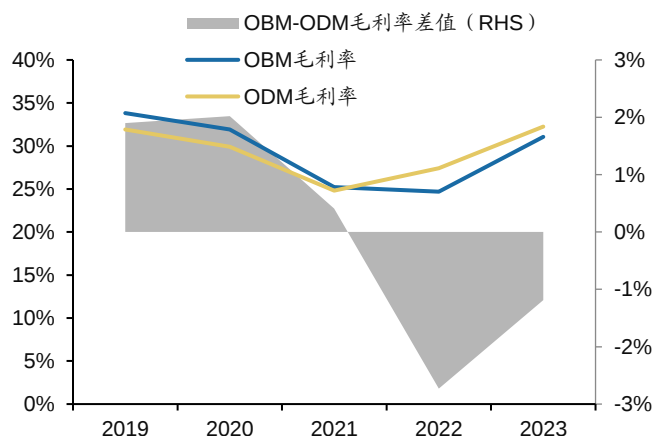
当前处于盈利能力相对较强的位置，未来有望进一步提升：1. 未来巨星的OBM占比将进一步提升，带动产品毛利率水平提升。2. 主要原材料价格不断回落至近五年最低水平，公司生产用的原材料、半成品、外协成本占比较高，盈利有望进一步提升。3. 汇率恢复至相对受益水平：公司部分收入确认会以美元结算，人民币升值会导致毛利率受损。4. 海运费方面，当前没有对公司产生明显的影响。

图 61：2021年各产品线毛利率水平（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 62：公司 OBM 与 ODM 毛利率情况



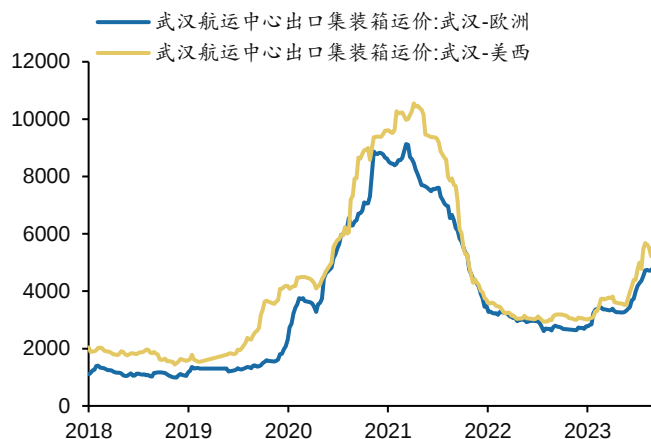
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 63: 美元兑人民币月度平均汇率



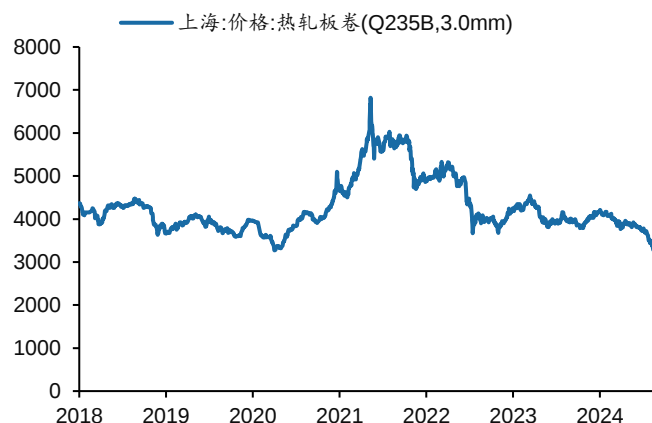
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 64: 武汉出口集装箱运价 (元/标准箱)



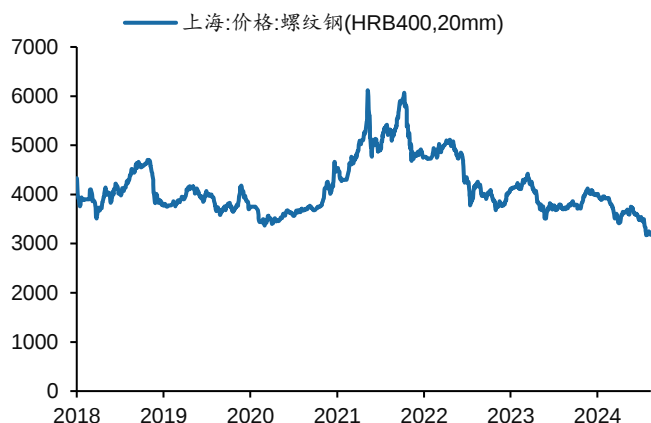
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 65: 热卷价格 (元/吨)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 66: 螺纹钢价格 (元/吨)



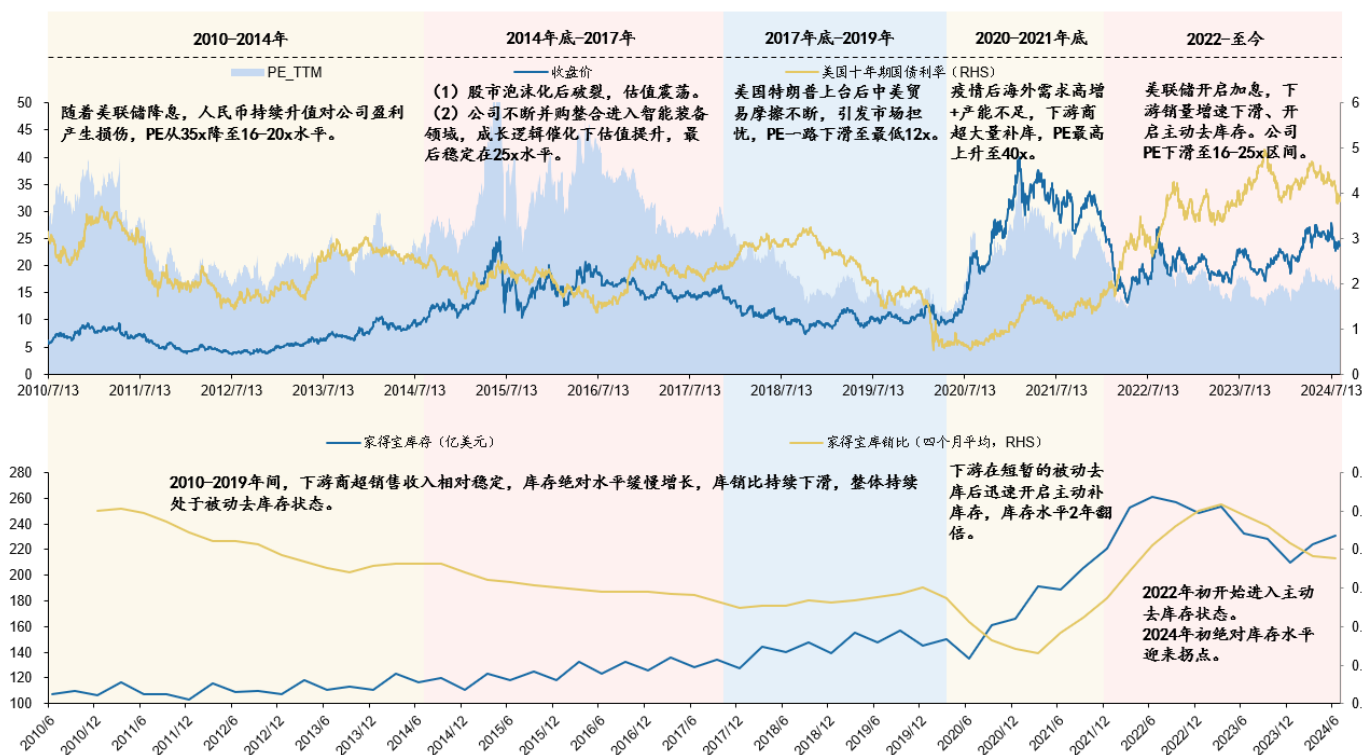
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(四) 估值与股价复盘：相对低估，有望随降息和补库周期抬升

通过复盘巨星科技估值与股价，我们发现公司的估值水平主要与四个变量有关：

- (1) **海外地产销售情况，与美国利率水平挂钩。**首先，美国利率影响下游需求：美国利率是影响美国地产需求的核心变量，而美国市场占公司收入之比60%以上，同时如前文所述五金工具市场与地产高度相关，因此美联储降息将会极大促进下游需求。另外，美国利率同时还影响中美汇率水平，当人民币升值时将损害出口公司的盈利水平。
- (2) **下游零售商超的库存行为。**如前文所述，由于零售商超是公司最大的直接下游群体，其库存行为将会直接影响公司当期业绩的释放。
- (3) **全球贸易环境。**2017年后虽然下游景气度不错，但是由于中美贸易纠纷且公司产品被列入关税清单，引发市场担忧从而导致估值的下滑。随着公司通过收购欧美基地以及东南亚基地的加速投产，公司受到的影响将逐步减小。
- (4) **成长性业务的兑现。**公司在2014年底-2016年底，即使在股市泡沫破裂后仍保持了较高的估值水平，原因是整合收购了很多智能装备公司拔高了估值水平。而未来电动工具等业务的发展将会进一步打开公司的成长空间。

图 67：巨星科技股价与估值复盘



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

当前公司PE在16x左右波动，处于相对底部的位置。从历史经验来看，当行业景气度向上时，公司的估值可达20x以上，而未来有望随着美国降息的到来和下游商超开启补库周期实现这一点。

五、盈利预测和投资建议

（一）盈利预测

公司主要业务包括手工具、动力工具、工业存储箱柜、激光测量仪器等产品。

1. 手工具及存储箱柜业务：手工具是公司传统业务，较为成熟。公司主要销售地在美国和欧洲，需求与成屋市场相关，预计未来中短期将受益于美联储降息和下游零售商场停止主动去库存行为，长期看保持稳重有进的情况。存储箱柜业务稳健发展，预计随着2024年全新系列产品的推出收入得到提升。预计2024-2026年公司手工具及存储箱柜业务收入同比增长27.6%、18.5%、18.6%；随着原材料成本进一步下行，预计毛利率保持相对稳定，预计未来三年毛利率为35.7%、35.2%、35.4%。

2. 动力工具及激光测量仪器业务：动力工具产品包括钉枪、吸尘器等，公司创新研发20V锂电池平台，持续导入大型零售商客户，快速增长。预计该业务2024-2026年收入同比增长35.6%、27.0%、23.3%，且随着公司规模扩大规模效应得以显现，预计未来三年毛利率为24.2%、25.1%、25.8%。

3. 其他业务：随着公司不断收购优质资产以及户储产品、个人防护产品的持续导入，预计其他业务未来三年以20%同比增速增长，未来三年毛利率均为50%。

结论：预计公司24-26年将实现营业收入142/171/205亿元，增速29.6%/20.8%/19.9%；实现归母净利润23/28/35亿元，增速36.6%/21.9%/25.2%。

表 13：巨星科技营收拆分（百万元）

	2023	2024E	2025E	2026E
手工具及存储箱柜业务				
收入	8,066	10,292	12,198	14,461
增长率	-19.4%	27.6%	18.5%	18.6%
成本	5,219	6,613	7,901	9,343
毛利	2,847	3,679	4,296	5,118
毛利率(%)	35.3%	35.7%	35.2%	35.4%
动力工具及激光测量仪器				
收入	2,799	3,796	4,821	5,937
增长率	10.2%	35.6%	27.0%	23.2%
成本	2,205	2,879	3,613	4,405
毛利	595	917	1,208	1,532
毛利率(%)	21.2%	24.2%	25.1%	25.8%
其他				
收入	64	76	92	110
增长率	-1.6%	20%	20%	20%
成本	31	38	46	55
毛利	33	38	46	55
毛利率(%)	51.5%	50.0%	50.0%	50.0%
合计				
收入	10,929	14,165	17,110	20,508

增长率	-13.3%	29.6%	20.8%	19.9%
成本	7,454	9,530	11,560	13,803
毛利	3,475	4,635	5,550	6,705
毛利率	31.8%	32.7%	32.4%	32.7%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

（二）估值及投资建议

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

可比公司方面，公司主要可比公司包括电动工具和OPE工具龙头泉峰控股、创科实业、大叶股份和格力博。我们认为巨星科技作为国内工具行业龙头，需求端短期有望受益于美联储降息带来的地产需求恢复，同时海外制造基地投产+OBM占比提升下盈利水平进一步提高，新业务将打开成长空间。参考可比公司估值，同时由于美联储降息预期的持续强化我们认为公司的估值将会进一步抬升，因此给予公司24年18倍PE，对应合理价值34.6元/股，给予公司“买入”评级。

表 14：巨星科技可比公司估值表（截至2024年9月23日收盘）

公司名称	公司代码	业务类型	市值	归母净利润（百万元）			PE估值水平		
			（亿元）	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
泉峰控股	02285.HK	OPE和电动工具	106	-265	647	904	-	16	12
创科实业	00669.HK	OPE和电动工具	2,095	6,973	8,042	9,234	30	26	23
大叶股份	300879.SZ	OPE工具	22	-175	91	158	-	25	14
格力博	301260.SZ	OPE工具	58	-474	306	470	-	19	12

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：盈利预测来自 Wind 一致预测

六、风险提示

（一）海外需求不及预期的风险

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

（二）汇率波动风险

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

（三）并购整合风险

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

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	10,307	10,556	11,670	14,491	16,398
货币资金	4,863	5,179	5,361	6,942	7,218
应收及预付	2,044	2,224	2,534	3,097	3,848
存货	2,813	2,569	2,941	3,597	4,324
其他流动资产	587	585	835	855	1,008
非流动资产	8,289	9,127	9,406	9,680	11,923
长期股权投资	2,545	2,951	3,029	3,029	3,029
固定资产	1,519	1,727	1,742	1,781	1,793
在建工程	305	270	344	422	506
无形资产	713	888	1,031	1,187	3,333
其他长期资产	3,209	3,292	3,262	3,262	3,262
资产总计	18,596	19,684	21,077	24,171	28,321
流动负债	3,742	4,233	3,705	3,953	4,539
短期借款	1,379	1,103	1,133	908	751
应付及预收	1,388	1,585	1,800	2,128	2,696
其他流动负债	975	1,544	772	917	1,092
非流动负债	1,230	439	436	436	436
长期借款	799	1	1	1	1
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	431	438	435	435	435
负债合计	4,971	4,671	4,140	4,388	4,974
股本	1,203	1,203	1,203	1,203	1,203
资本公积	3,951	4,000	4,004	4,004	4,004
留存收益	8,366	9,651	11,583	14,401	17,929
归属母公司股东权益	13,398	14,848	16,749	19,567	23,095
少数股东权益	227	165	188	216	252
负债和股东权益	18,596	19,684	21,077	24,171	28,321

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12610	10930	14165	17110	20508
营业成本	9267	7454	9530	11560	13803
营业税金及附加	47	44	57	68	82
销售费用	757	851	977	1112	1292
管理费用	761	776	907	1078	1230
研发费用	319	323	425	513	615
财务费用	-111	-208	-44	-50	-79
资产减值损失	-61	-25	28	34	41
公允价值变动收益	-51	50	0	0	0
投资净收益	177	241	283	342	410
营业利润	1687	1997	2681	3269	4093
营业外收支	-20	-8	3	3	3
利润总额	1667	1989	2684	3272	4096
所得税	222	294	349	425	532
净利润	1445	1695	2335	2847	3563
少数股东损益	25	3	23	28	36
归属母公司净利润	1420	1692	2311	2819	3528
EBITDA	1813	1878	2980	3597	4426
EPS (元)	1.24	1.42	1.92	2.34	2.93

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,632	2,126	1,821	2,141	2,698
净利润	1,445	1,695	2,335	2,847	3,563
折旧摊销	329	385	340	375	409
营运资金变动	17	335	-562	-732	-845
其它	-159	-288	-292	-349	-429
投资活动现金流	-514	-662	-326	-305	-2,240
资本支出	-392	-414	-520	-647	-2,650
投资变动	-130	-177	-78	0	0
其他	8	-71	272	342	410
筹资活动现金流	-610	-1,232	-1,352	-255	-182
银行借款	-645	-1,074	29	-225	-157
股权融资	1,088	0	4	0	0
其他	-1,053	-158	-1,385	-31	-25
现金净增加额	792	191	182	1,581	276
期初现金余额	4,001	4,793	4,984	5,166	6,747
期末现金余额	4,793	4,984	5,166	6,747	7,023

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	15.5%	-13.3%	29.6%	20.8%	19.9%
营业利润	22.5%	18.4%	34.3%	22.0%	25.2%
归母净利润	11.8%	19.1%	36.6%	21.9%	25.2%
获利能力					
毛利率	26.5%	31.8%	32.7%	32.4%	32.7%
净利率	11.5%	15.5%	16.5%	16.6%	17.4%
ROE	10.6%	11.4%	13.8%	14.4%	15.3%
ROIC	7.8%	7.3%	12.5%	13.3%	14.3%
偿债能力					
资产负债率	26.7%	23.7%	19.6%	18.2%	17.6%
净负债比率	36.5%	31.1%	24.4%	22.2%	21.3%
流动比率	2.75	2.49	3.15	3.67	3.61
速动比率	1.93	1.83	2.29	2.68	2.58
营运能力					
总资产周转率	0.70	0.57	0.70	0.76	0.78
应收账款周转率	6.83	5.47	6.30	6.44	6.26
存货周转率	3.28	2.77	3.46	3.54	3.49
每股指标 (元)					
每股收益	1.24	1.42	1.92	2.34	2.93
每股经营现金流	1.36	1.77	1.51	1.78	2.24
每股净资产	11.14	12.35	13.93	16.27	19.21
估值比率					
P/E	15.25	15.90	14.50	11.89	9.50
P/B	1.70	1.82	2.00	1.71	1.45
EV/EBITDA	11.46	12.92	9.95	7.74	6.20

广发机械行业研究小组

代 川：首席分析师，中山大学数量经济学硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心。

孙 柏 阳：联席首席分析师，南京大学金融工程硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

朱 宇 航：资深分析师，上海交通大学机械电子工程硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

汪 家 豪：资深分析师，美国约翰霍普金斯大学金融学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

范 方 舟：资深分析师，中国人民大学国际商务硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

王 宁：资深分析师，北京大学金融硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

蒲 明 琪：高级分析师，纽约大学计量金融硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

黄 晓 萍：高级研究员，复旦大学金融硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

张 智 林：研究员，同济大学建筑学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

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

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

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

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

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

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

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

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

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

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

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

权益披露

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

版权声明

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