

机械设备

2024年12月25日

巨星科技 (002444)

——整合渠道主攻出海，前瞻布局领跑行业

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

投资要点：

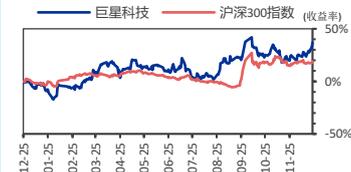
- 制造业手工具出海企业，并购整合全面发力，自有品牌占比逐年提升。**公司自1993年成立以来，经历了三个发展阶段：初期以ODM业务起步，逐步向OBM转型，创立了多个自主品牌。2010年至2016年间，通过并购拓展了手工具及激光测量领域。2017年至2021年，公司大规模并购多家高端海外品牌，完善了产品矩阵，迅速扩大规模。通过收购公司的品牌优势及本土渠道优势，公司迅速进驻新市场，同时推广自有品牌，有效提升市场竞争力。2018年，公司OBM业务营收11.5亿人民币，仅占总营收的19.2%，而2024H1巨星科技OBM业务营收达到29.5亿元，营收占比44.1%。巨星科技2018-2023年OBM业务营收CAGR达到35.4%。
- 前瞻性业务拓展，无绳电动工具板块蓄势待发。**公司在2023年持续加大研发投入，总额达3.23亿元，新产品设计达到1828项，新增专利申请和授权均超200项，显示出其在创新方面的强劲动力。公司专注于锂电池电动工具的大规模创新，SKU总数超过3万种，成功获得美国大型零售商的订单。电动工具业务发展迅速，2023年收入占比达25.61%，同比增长27.11%，营收规模达到27.99亿元。随着电动化趋势的显著提升，该业务有望进一步开拓增长空间。
- 五金工具消费由地产经济上行驱动增长，未来需求有望受益于降息周期建筑需求复苏。**工具行业广泛应用于建筑、汽车、家居等领域，具有稳定的市场需求和更换周期，尤其在宏观经济下行时表现出一定韧性。随着零售商进入去库存阶段，库存降幅逐渐收窄，2024年有望迎来复苏。美国家得宝和劳氏等零售商的库存恢复迹象明显，库存与营收之间的相关性对巨星科技的业绩影响显著。此外，美联储的加息已推高抵押贷款利率，抑制了住房销售，但随着降息周期的来临，购房需求有望回升，进一步推动五金工具市场的发展。
- 全球布局产能，并快速响应市场需求。**公司通过东南亚自建+欧美收购的方式加快全球产能布局。目前，公司在全球拥有23个生产基地，其中中国11个，东南亚3个，欧洲6个，美国3个。公司收入集中于欧美市场，未来将依托产能外迁，实现“中国研发-东南亚制造-欧美销售”的完整贸易链条。公司战略优势明显，未来预计将进一步巩固其在全球市场的竞争力。
- 首次覆盖，给予“买入”评级。**我们预测公司2024-2026年归母净利润分别为23.39/28.68/32.83亿元，当前股价（2024/12/24）对应2024-2026市盈率分别为16/13/11倍。可比公司24-26年平均PE分别为23/16/12倍，考虑到公司作为国内工具行业出海企业，深度绑定下游核心大客户，未来业绩确定性更强；公司产能全球布局，能快速响应市场需求并有效规避风险；预计随着前瞻性业务的拓展，公司有望进一步开拓增长空间，并在未来数年内持续受益，具备估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**地缘政治风险；汇率波动风险；原材料价格波动风险；海运价格波动风险等。

市场数据： 2024年12月24日
收盘价(元) 30.96
一年内最高/最低(元) 34.49/18.29
市净率 2.2
股息率(分红/股价) 1.94
流通A股市值(百万元) 35,387
上证指数/深证成指 3,393.53/10,671.43

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2024年09月30日
每股净资产(元) 13.75
资产负债率% 27.35
总股本/流通A股(百万) 1,194/1,143
流通B股/H股(百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

王珂 A0230521120002
wangke@swsresearch.com
李蕾 A0230519080008
lilei@swsresearch.com
刘建伟 A0230521100003
liujw@swsresearch.com
张婧玮 A0230523090001
zhangjw@swsresearch.com

研究支持

苏萌 A0230524080011
sumeng@swsresearch.com

联系人

张婧玮
(8621)23297818x
zhangjw@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	10,930	11,084	14,932	17,965	20,940
同比增长率(%)	-13.3	28.7	36.6	20.3	16.6
归母净利润(百万元)	1,692	1,935	2,339	2,868	3,283
同比增长率(%)	19.1	28.5	38.3	22.6	14.5
每股收益(元/股)					
毛利率(%)	31.8	32.4	32.8	32.1	31.6
ROE(%)	11.4	11.7	13.9	14.9	15.0
市盈率	22		16	13	11

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 23.39/28.68/32.83 亿元，当前股价（2024/12/24）对应 2024-2026 市盈率分别为 16/13/11 倍。可比公司 24-26 年平均 PE 分别为 23/16/12 倍，考虑到公司作为国内工具行业出海企业，深度绑定下游核心大客户，未来业绩确定性更强；公司产能全球布局，能快速响应市场需求并有效规避风险；预计随着前瞻性业务的拓展，公司有望进一步开拓增长空间，并在未来数年内持续受益，具备估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

欧美降息促进建筑市场扩展，提高工具行业景气度。地产周期方面，向前看，美联储持续加息提高了住房抵押贷款利率，受此影响，美国成屋销售套数开始走弱，而该指标已处高位，上行空间较小。2024Q3，美联储进入降息周期，购房成本随之减少，购房需求预计攀升，给五金工业行业提供了更广阔的市场前景。

随着技术进步和消费习惯的变化，电动工具逐渐替代手动工具，成为行业的主流产品，或推动公司电动工具业务进一步增长。

有别于大众的认识

欧美地区手工具及电动工具需求在高人力成本和建筑 DIY 加持下的高普及度。电动工具可分为专业级、工业级和 DIY 级三大类。DIY 级主要应用于家庭 DIY 场景。与传统观点不同，工具行业在建筑下游市场的增长潜力并不单纯依赖宏观建筑需求，而是更多受到个体市场劳动成本和家庭 DIY 的拉动。

市场认为公司拓展电动工具设备等领域是由于手工具设备业务增长乏力。实际上，公司起步并专注于手工具业务，意在提前布局工具市场，以占得先机。现公司作为国内手工具制造企业，产品及品牌布局完善；同时积极拓展电动工具设备等领域。

公司通过东南亚自建+欧美收购的方式加快全球产能布局。公司目前在全球拥有 23 个生产基地，能有效规避地缘政治冲突，享受销售关税红利和低人工成本；同时也能灵活调整产能，快速响应市场需求。

股价表现的催化剂

美联储降息确定性强化的背景下，房地产及建筑市场等工具行业下游将提高景气度。预计购房成本下降，需求有望回升，进一步推动工具行业市场的发展。

下游核心大型商超去库存周期基本结束，需求增量有望回暖。未来随着供应链的稳定和库存调整的完成，下游市场的需求增长将为公司带来新一轮的增长机会。

核心假设风险

地缘政治风险；汇率波动风险；原材料价格波动风险；海运价格波动风险等。

目录

1. 工具行业：长坡厚雪，千亿美元市场	7
1.1 五金工具：需求量稳增长，应用领域广泛	7
1.2 电动工具：市场空间广阔，无绳化趋势明显	10
2. 公司发展：聚焦手工具，内外源并举	14
2.1 手工具业务起家，开展多元化并购战略	14
2.2 聚焦对外出口，欧美贡献主要营收	16
3. 竞争优势：全球布局，拓展产业	18
3.1 全球布局：全球 23 个生产基地	18
3.2 渠道领先：与大客户合作紧密	22
3.3 业务拓展：电动工具与自有品牌	24
4. 周期：下游提振，需求有望回暖	26
4.1 主动去库存末期，需求增量有望回暖	26
4.2 收入端：降息周期开启，下游需求提升	28
4.3 盈利端：处于较高水平，有望受益于 OBM 占比提升	29
5. 盈利预测与估值	32
5.1 盈利预测	32
5.2 估值分析	33
6. 风险提示	34

图表目录

图 1: 手工具和电动工具是五金工具的主要组成部分	7
图 2: 动力工具包括电钻、电动扳手等, OPE 包括割草机等.....	7
图 3: 全球五金工具行业市场规模逐年扩大	8
图 4: 2022 年中国五金工具市场规模超千亿元	8
图 5: 2022 年中国电动工具收入规模占比约为 43%.....	8
图 6: 2021 年全球工具 CR5 厂商市占率约为 67%.....	9
图 7: 2020 年电动工具市场 CR3 达 47.5%	9
图 8: 2018-2024H1 巨星科技国外营收占比保持 90%以上	9
图 9: 2023 年史丹利百得工具产品建筑行业的应用比例高达 67% (注: 包含户外设备数据)	10
图 10: 巨星科技营收与美国住宅建造支出具有一定正相关性.....	10
图 11: 全球电动工具市场 2016-2020CAGR 5.8%.....	11
图 12: 上游提价对国内领先企业毛利率影响较小	12
图 13: “三电” 合计占成本 40.1%.....	12
图 14: 电动工具产业链下游覆盖行业广泛	12
图 15: 下游行业覆盖范围广, 主要应用于建筑行业	12
图 16: 2020 年全球电动工具市场规模 291 亿美元	12
图 17: 欧美地区为电动工设备主要市场.....	12
图 18: 国内生产的电动工具产品 85%以上用于出口	13
图 19: 巨星科技海外收入占比保持 90%以上	13
图 20: 无绳电动工具安全性及便利性较强	14
图 21: 无绳类分部预计 CAGR9.9%从 2020 年的 103 亿美元增长至 2025 年的 164 亿美元.....	14
图 22: 2025 年全球动力工具市场规模达到 513 亿美元	14
图 23: 2020 年史丹利百得、创科实业的电动工具产品无绳率已达 90%.....	14
图 24: 公司股权结构清晰, 实控人仇建平合计持股 38.33% (截至 2024 中报) 15	15
图 25: 仇建平董事长控股其他公司.....	15
图 26: 公司经历起步、初步并购和大规模并购三个阶段.....	15
图 27: 国内手工具制造企业, 产品及品牌布局完善	16
图 28: 营收业绩稳增长, 2024Q1-3 同比+28.7%	17

图 29: 公司归母净利润呈稳步上升趋势.....	17
图 30: 2024Q1-Q3 销售毛利率达 32.9%, 销售净利率达 17.2%	17
图 31: 期间费用率基本稳定, 控费能力良好.....	17
图 32: 2023 年动力工具及激光测量仪器收入占比达 25.6%	18
图 33: 主营业务毛利率基本保持稳定	18
图 34: 海外收入占比保持 90%以上	18
图 35: 2024H1 公司欧美地区营收占比 91.06%.....	18
图 36: 越南基地三期建设.....	19
图 37: 公司在全球拥有 23 个生产制造基地.....	19
图 38: 固定资产和在建工程逐步增长, 2024 年 Q3 分别达 17.4 亿元、3.1 亿元19	
图 39: 巨星科技销售地区产能覆盖结构 (2023 年营业收入口径)	20
图 40: 巨星科技拥有高比例的流动资产和货币资金	20
图 41: 巨星科技通过溢价收购获取品牌商誉.....	20
图 42: 创科实业来自家得宝渠道营收占比不断提高	22
图 43: 家得宝工具品类营收保持增长	22
图 44: 公司与多家渠道客户紧密合作	23
图 45: 公司持续加码电商销售渠道建设.....	24
图 46: 2022 年公司自有品牌销售收入占比首次超 40%	24
图 47: 电动工具占比逐渐提高.....	25
图 48: 2024H1 巨星科技电动工具占比为 7.1%	25
图 49: 创科实业电动工具业务收入占比超 90%	25
图 50: 史丹利百得电动工具收入占比达 48%	25
图 51: OBM 业务占比抬升	26
图 52: 2018-2023 年 OBM 业务营收 CAGR35.4%.....	26
图 53: 海运费稳定情况下, OBM 毛利率高于 ODM	26
图 54: 五金工具由新宅销量增长驱动, 需求增量存在一定韧性	27
图 55: 2024 年以来零售商库存同比降幅明显收窄	27
图 56: 零售商补库订单逐渐恢复, 库存同比迎来转向	28
图 57: 美国零售家用市场 PCE 份额	28
图 58: 三大零售销售收入同比增速	28
图 59: 巨星科技营收增速与家得宝营收及库存存在正相关关系	29

图 60: 巨星科技营收增速与劳氏营收及库存存在正相关关系.....	29
图 61: 美联储进入降息周期, 未来房市回暖给五金工具提供了更广阔的市场前景	29
图 62: 巨星科技毛利率、净利率与美元汇率有正相关关系	30
图 63: 巨星科技汇兑损益与人民币汇率具有反相关关系.....	30
图 64: 2020 年工程塑料、铝材、不锈钢价格出现增长态势.....	31
图 65: 毛利率净利率与铝锭价格变化反相关.....	31
图 66: 海运费有所下降, 公司毛利率有望进一步抬升	31
图 67: ODM 与 OBM 的毛利率差即为海运费的变动	31
表 1: 电动工具按供电方式和应用级别分类.....	7
表 2: 电动工具可分为工业级、专业级和 DIY 级三大类.....	10
表 3: 公司收购各领域高端品牌	21
表 4: 2010-2022 年主要客户情况.....	23
表 5: 公司主要无绳电动工具研发.....	24
表 6: 公司业务明细拆分.....	32
表 7: 可比公司估值表	33

1. 工具行业：长坡厚雪，千亿美元市场

1.1 五金工具：需求量稳增长，应用领域广泛

手工具和电动工具是五金工具的主要组成部分。五金工具是指铁、钢、铝等金属经过锻造、压延、切割等物理加工制造而成的各种金属器件的总称，可分为手动工具和动力工具两大类。按照动力源的不同，动力工具可分为电动工具、气动工具、燃油工具、液压工具等。手工具和电动工具是应用广泛，价值量较大的两种五金工具。

手工具：借助于手来拧动或施力的工具，主要包含扳手、钳、锤、旋具（螺丝刀）、锉刀、锯、剪几类产品。

电动工具：以电动机或电磁铁为动力，通过传动机构驱动工作头的机械工具，常见的电动工具包括电钻、电动砂轮机、电动扳手、电动螺丝刀、电锤、电钻、混凝土振动器、电刨等。具有携带方便、操作简单、功能多样等优点，可减轻劳动强度，提高工作效率，因而被广泛应用于建筑、住房装潢、汽车、机械、电力、桥梁、园艺等领域。根据应用场景的不同，电动工具可分为专业级、工业级和DIY级三大类；根据电力来源的不同，可分为传统电力式（有绳）和充电式（无绳）两大类。

图 1：手工具和电动工具是五金工具的主要组成部分

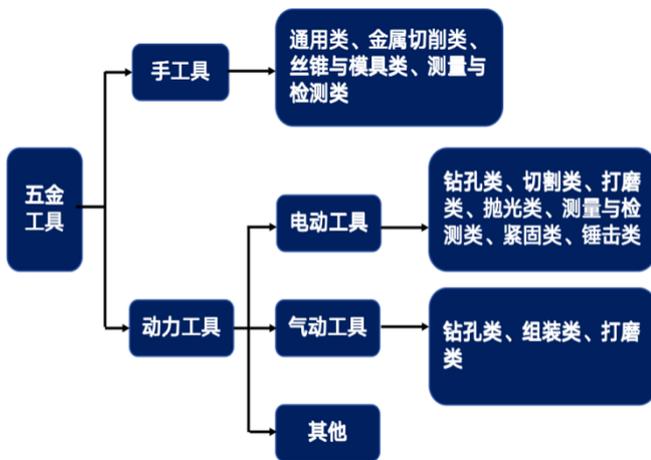


图 2：动力工具包括电钻、电动扳手等，OPE 包括割草机等



资料来源：弗若斯特沙利文、申万宏源研究

资料来源：泉峰控股招股说明书、申万宏源研究

表 1：电动工具按供电方式和应用级别分类

分类标准	具体分类	特点	应用范围
供电方式	交流工具(有绳)	电源持续供电、依赖电源线	应用场景受到电源限制
	锂电工具(无绳)	结构轻盈、携带操作便利、运行效率高、能耗低	应用场景广泛
应用级别	工业级	技术要求高、一次性作业成型	主要应用于工艺精准度或作业环境保护要求较高的场景，如高精度型材切割等
	专业级	功率大、转速高、电机寿命长	应用范围较广，覆盖建筑道路、装饰装潢、金属加工等各类特定作业场景

分类标准	具体分类	特点	应用范围
	通用级	价格低、便携性、组合性较好	主要应用于对精度要求不高、持续作业时间较短的家庭场景

资料来源：泉峰控股招股说明书、申万宏源研究

全球市场规模不断扩大，国内需求量稳定增长。五金工具作为生产制造的必需品，下游应用领域众多，市场规模不断扩大，增速规模保持平稳。根据智研咨询，五金工具行业市场规模逐年扩大，2022 年市场规模达 870.9 亿美元，同比增速超 6%。随中国工业制造不断发展，五金制品需求量稳定增长，根据智研咨询，2022 年中国五金工具行业市场规模达 1172.4 亿元，电动工具约占 42.5%，手工具约占 26.4%，气动工具约占 15.5%。

图 3：全球五金工具行业市场规模逐年扩大



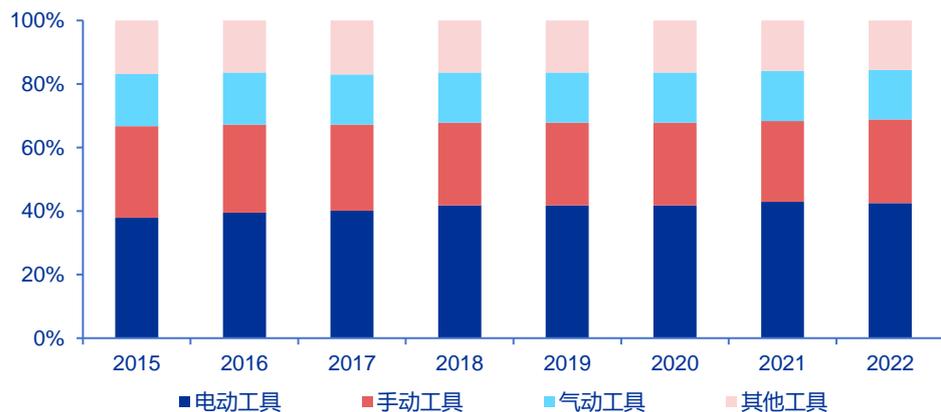
资料来源：智研咨询、申万宏源研究

图 4：2022 年中国五金工具市场规模超千亿元



资料来源：智研咨询、申万宏源研究

图 5：2022 年中国电动工具收入规模占比约为 43%

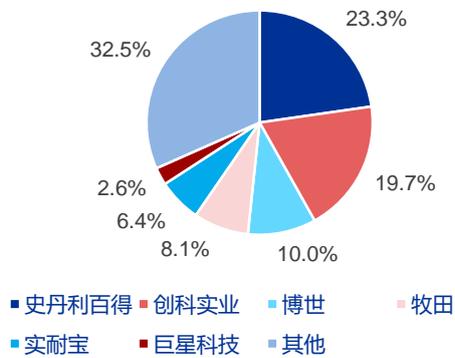


资料来源：智研咨询、申万宏源研究

全球五金工具行业集中度高，CR5 市占率约为 67%。据华经产业研究院统计，2021 年全球工具收入前五企业为史丹利百得、创科实业、博世、牧田、实耐宝，CR5 厂商市占率约为 67%；CR3 企业史丹利百得、创科实业、博世市占率分别为 23.3%、19.7%、10.0%，其余工具厂商市场份额均低于 10%，行业集中度高。年巨星科技市占率约为 .% ，市场份额存在较大提升空间。据弗若斯特沙利

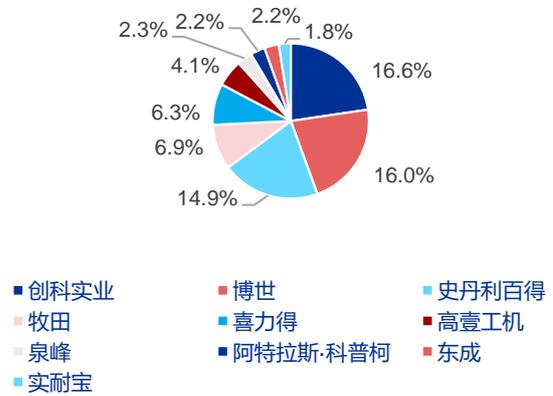
文统计，2020 年史丹利百得、TTI（创科实业）、博世、牧田和实耐宝等公司占据电动工具市场主要份额，CR3（创科实业、博世、史丹利百得）达 47.5%，CR5（创科实业、博世、史丹利百得、牧田、实耐宝）厂商市场份额达 60.7%。

图 6：2021 年全球工具 CR5 厂商市占率约为 67%



资料来源：华经产业研究院、申万宏源研究

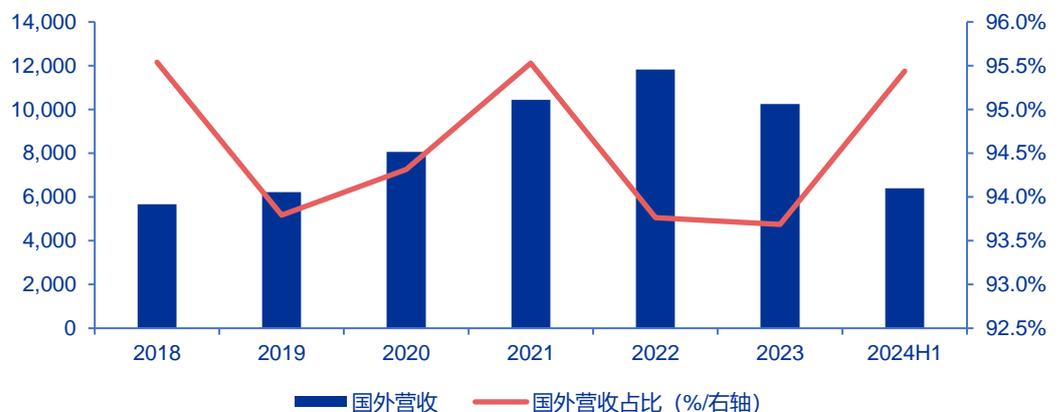
图 7：2020 年电动工具市场 CR3 达 47.5%



资料来源：弗若斯特沙利文、申万宏源研究

我国是全球五金工具重要生产基地，具有明显的外向型特征。外贸出口为我国工具制造商贡献大量营收，海外收入规模不断扩大，2018-2024H1 巨星科技国外营收占比保持 90%以上。从产品细分来看，在手工具领域，中国为重要产能供给方。由于我国具备生产成本优势，全球供应链体系自 2015 年起持续向中国集中，并沿最小冗余和最大效率方向发展，不断出清尾端落后产能。在电动工具领域，根据《中国电动工具行业发展白皮书（2021 年）》，我国电动工具出口率超 80%，其中手持式电动工具占比超 80%，出口量稳居世界第一。另外，根据博世官网，博世集团在设立有电动工具分支机构，在中国出售超过 2000 种电动工具附件产品；电动工具企业博世、创科实业等均在中国设有工厂。

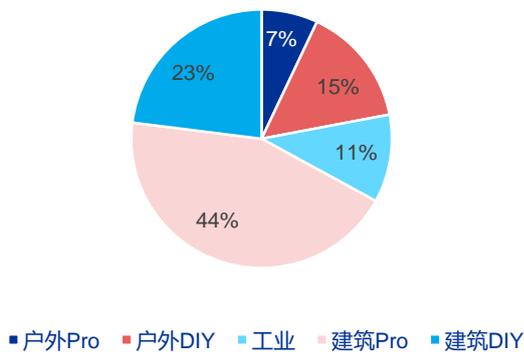
图 8：2018-2024H1 巨星科技国外营收占比保持 90%以上



资料来源：iFind、申万宏源研究

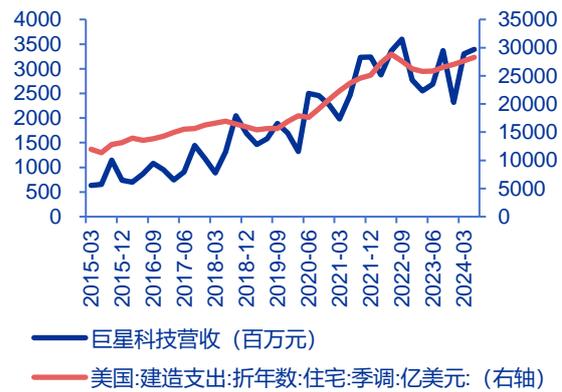
五金工具下游市场庞大，与建筑行业需求呈现正相关性。五金工具下游应用领域包括制造加工、装配、建筑、房屋装修、汽车及家电维修、家居等，市场规模庞大，下游需求量较为稳定，并在建筑领域的应用比例较高。根据史丹利百得 2024 年 5 月投资者公告，2023 年史丹利百得的工具产品在建筑行业的应用占比高达 67%，专业建筑及 DIY 建筑应用占比分别为 44%，23%。五金工具销量一定程度随建筑业需求量共振，根据 iFind 数据，近年来巨星科技营收总体保持增长，同时与美国住宅建造支出增速具有一定正相关性。

图 9：2023 年史丹利百得工具产品建筑行业的应用比例高达 67%（注：包含户外设备数据）



资料来源：史丹利百得 2024 年 5 月投资者公告、申万宏源研究

图 10：巨星科技营收与美国住宅建造支出具有一定正相关性



资料来源：iFind、申万宏源研究

1.2 电动工具：市场空间广阔，无绳化趋势明显

电动工具主要包括工业级、专业级和 DIY 级三大类。工业级电动工具主要应用于对工艺精准度或作业环境保护要求较高的场景，需一次性作业成型，技术要求高；专业级电动工具具有功率大、转速高、电机寿命长等特点，应用范围较广，覆盖建筑道路、装饰装潢、金属加工等各类特定作业场景；DIY 级电动工具则对精度和使用寿命要求不高，适用于家庭 DIY 场景。工业级和专业级电动工具的典型品牌包括创科实业旗下的 MILWAUKEE、史丹利百得旗下的 DeWalt 等，DIY 级电动工具的代表品牌为创科实业旗下的 RYOBI。根据 Frost & Sullivan (弗若斯特沙利文) 数据，2020 年全球电动工具市场中工业级和专业级市场规模占比为 69.4%、消费市场规模占比为 30.6%。

表 2：电动工具可分为工业级、专业级和 DIY 级三大类

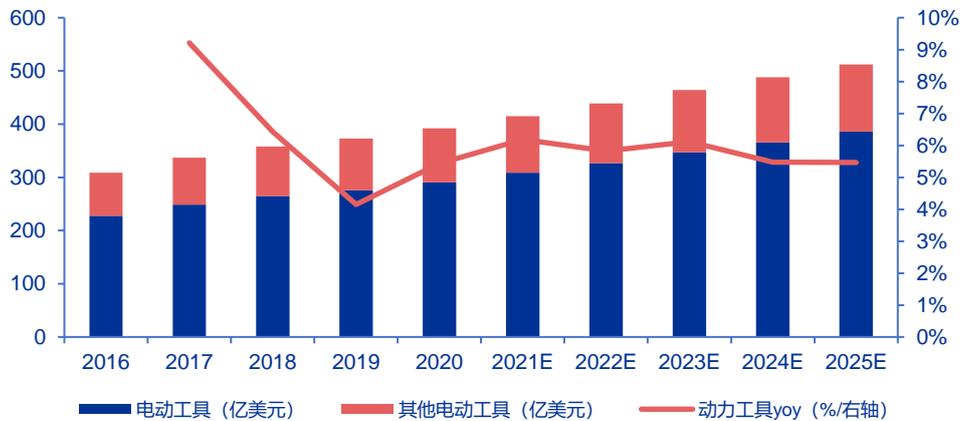
类别	应用场景	主要特征	主要品牌
工业级	应用于对工艺精准度或作业环境保护要求较高的场景，如高精度型材切割等	技术要求高、一次性作业成型	DeWalt、Hilti、MILWAUKEE
专业级	应用范围较广，覆盖建筑道路、装饰装潢、金属加工等各类特定作业场景	功率大、转速高、电机寿命长	DeWalt、BOSCH、MILWAUKEE、RYOBI
DIY 级	主要应用于对精度要求不高、持续作业	价格低、便携性和组合性较好	RYOBI

类别	应用场景	主要特征	主要品牌
	时间不长的家庭 DIY 场景		

资料来源：巨星科技公司可转债说明书、申万宏源研究

电动工具占五金工具行业比例较高。随科学技术迅速发展，电动工具的性能不断改善，便利性、安全性大大增强，逐步实现手工操作机械化。根据弗若斯特沙利文报告，动力工具按动力来源可分为两个分部(即电动工具和其他动力工具)。按收入计算，电动工具构成市场的较大分部，并预计将从 2020 年以复合年增长率 5.5% 增至 2025 年的 386 亿美元。在其他动力工具分部，虽然气动工具正在成为专业级/工业级终端用户电动工具的潜在替代选择，气动工具的商业生产仍然较低。

图 11：全球电动工具市场 2016-2020CAGR 5.8%

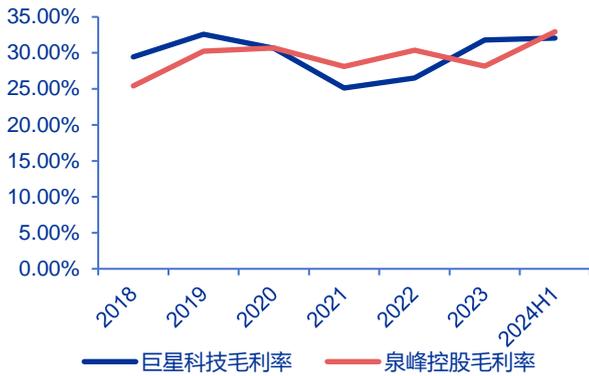


资料来源：弗若斯特沙利文、申万宏源研究

电动工具原材料主要包括铝材、钢材、塑料及“三电”、齿轮等零部件。电动工具行业产业链上游为材料部件供应环节，主要供应铝材、钢材、塑料、漆包线等原材料及电池、电机、电控、齿轮等零部件。根据 iFind 数据，2012-2020 年，工程塑料及铝材价格总体保持平稳，不锈钢价格于 2018 年出现明显增长，2020 年以来三者价格均呈现增长态势。

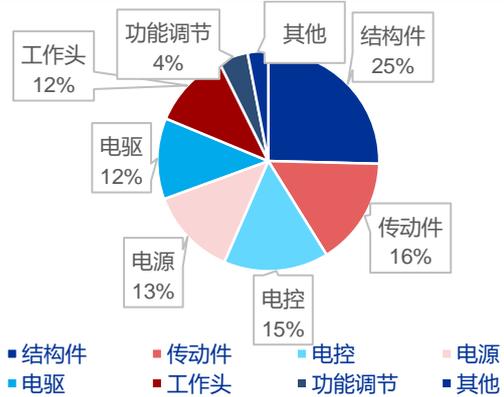
“三电”成本占比达 40.1%。根据华经产业研究院统计，从成本结构看，电控、电源、电驱作为电动工具主要零部件，成本占比分别为 15.3%、12.9%、11.9%， “三电”成本合计占比达 40.1%，支架、机壳等结构件占比达 25.4%，齿轮、皮带等传动件占比达 15.80%。由于部分企业上游厂商议价能力较强，成本控制能力良好，原材料价格波动对利润率影响较小。根据 iFind 数据，2018-2023 年泉峰控股毛利率水平保持稳定，2023 年以来，巨星科技有效抑平成本影响，毛利率恢复至 30% 以上水平。同时，企业具备技术、品牌以及渠道等优势，下游议价能力较强。巨星科技通过与供应商建立合作关系及签订长期协议，有效应对原材料价格波动风险，同时持续优化产品结构，加强新产品研发，依靠创新型产品确定合理价格，具备一定价格调节主动权。

图 12: 上游提价对国内领先企业毛利率影响较小



资料来源: iFinD、申万宏源研究

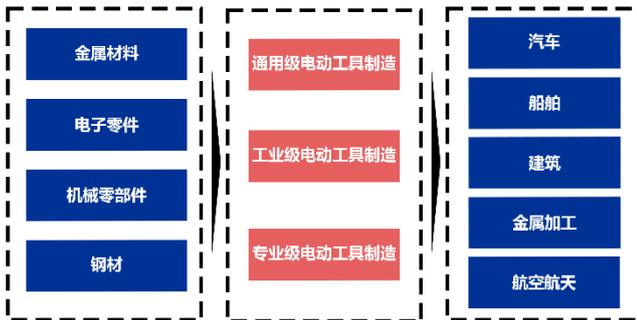
图 13: “三电”合计占成本 40.1%



资料来源: 华经产业研究院、申万宏源研究

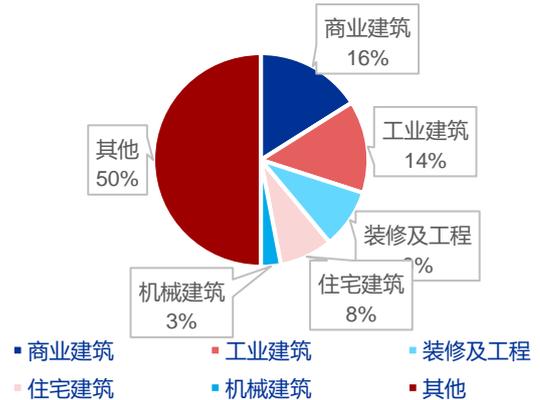
电动工具下游行业覆盖范围广，主要应用于建筑行业。电动工具下游覆盖行业主要包括金属加工、木材加工、建筑道路、装潢装饰等领域，主要集中在建筑行业。根据华经产业研究院统计，2020 年五金电动工具业务终端市场中，建筑行业的应用比例高达 50%，其中商业建筑、工业建筑、装修及工程、住宅建筑、机械建筑的应用占比分别为 16%、14%、9%、8%、3%。

图 14: 电动工具产业链下游覆盖行业广泛



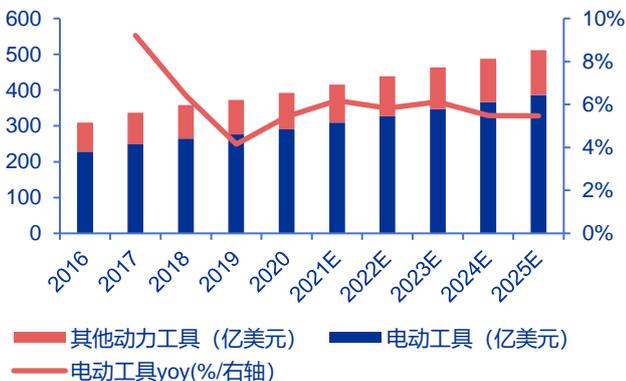
资料来源: 华经产业研究院、申万宏源研究

图 15: 下游行业覆盖范围广，主要应用于建筑行业



资料来源: 华经产业研究院、申万宏源研究

图 16: 2020 年全球电动工具市场规模 291 亿美元



资料来源: 弗若斯特沙利文、申万宏源研究

图 17: 欧美地区为电动工设备主要市场

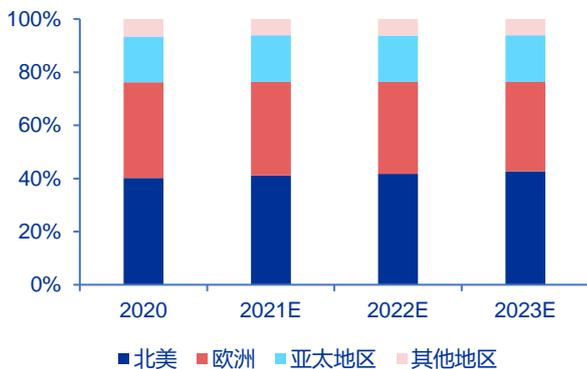


资料来源: 弗若斯特沙利文、申万宏源研究

全球电动工具市场规模持续扩大，欧美地区为主要市场。电动工具通过电力驱动，可在短时间内完成大量工作，得益于操作简单便捷，下游应用领域广泛，更换周期稳定等特性，电动工具行业规模持续扩大。近年来，电动工具需求量不断提高，市场规模不断扩张。根据弗若斯特沙利文报告，按收入计算，电动工具构成动力工具市场的较大分部，并预计将从 2020 年以复合年增长率 5.9% 增至 2025 年的 386 亿美元。北美与欧洲为电动工具的主要市场，北美 2020 年占据电动工具市场的 40.2%，且将持续上升。由于北美洲和欧洲人均面积大，大量使用独立式建筑，房屋维修维护成本高昂，居民通常自行维修房屋及其附属建筑，五金工具产品需求量大。

电动工具海外市场不断拓展，驱动需求量持续提升。电动工具发展初期，国内制造商普遍采用代工模式为客户进行贴牌生产。随各电动工具制造企业不断引进国外先进技术，生产技术和工艺水平快速提升，不断缩小与海外企业差距，驱动中国电动工具行业持续发展。根据智研咨询报告，我国 2022 年电动工具出口金额为 104.9 亿美元，占全球总市场规模的 29.1% 左右。根据弗若斯特沙利文报告，国内生产的电动工具产品 85% 以上都用于出口。2014-2023 年，巨星科技海外收入占比保持 90% 以上，营收规模不断扩大，2023 年公司国外主营业务收入达 10.24 亿元，美洲市场收入占比达 60% 以上。

图 18: 国内生产的电动工具产品 85% 以上用于出口



资料来源：弗若斯特沙利文、申万宏源研究

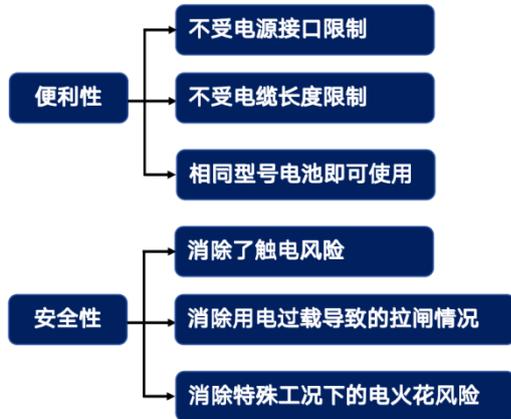
图 19: 巨星科技海外收入占比保持 90% 以上



资料来源：公司年报、申万宏源研究

无绳化为电动工具主要发展趋势，规模及渗透率双增长。根据电力来源的不同，电动工具可分为传统电力式（有绳）工具和充电式（无绳）工具两类；相比有绳工具，无绳电动工具无需依赖电力线，采用电池包供电，安全性及便利性较强，在户外、高空、恶劣环境作业中具备使用优势。随电机和电池技术持续进步，无绳电动工具的作业条件得以改善，进一步加快无绳化进程。根据华经产业研究院统计，2020 年史丹利百得、创科实业的电动工具产品无绳率已达 90%。据弗若斯特沙利文统计，2020 年无绳电动工具市场达 103 亿美元，有绳电动工具市场达 116 亿美元，无绳化渗透率为 47%。电动工具市场的无绳类分部(不包括零件和附件)预计将按复合年增长率 9.9% 从 2020 年的 103 亿美元增长至 2025 年的 164 亿美元，且该部分业务的预期增长率远高于同期有绳类分部的复合年增长率 2.1%。根据弗若斯特沙利文数据，预计 2023 年全球电动工具市场规模达 347 亿美元，预计 2025 年将达到 386 亿美元；届时无绳化电动工具市场规模有望超 164 亿美元。

图 20: 无绳电动工具安全性及便利性较强



资料来源: 创科实业官网、申万宏源研究

图 21: 无绳类分部预计 CAGR9.9%从 2020 年的 103 亿美元增长至 2025 年的 164 亿美元



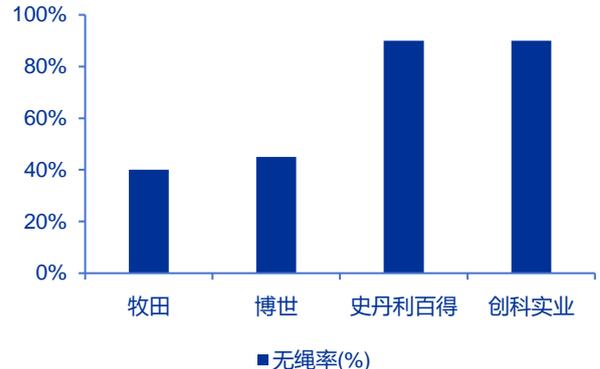
资料来源: 弗若斯特沙利文、申万宏源研究

图 22: 2025 年全球动力工具市场规模达到 513 亿美元



资料来源: 弗若斯特沙利文、申万宏源研究

图 23: 2020 年史丹利百得、创科实业的电动工具产品无绳率已达 90%

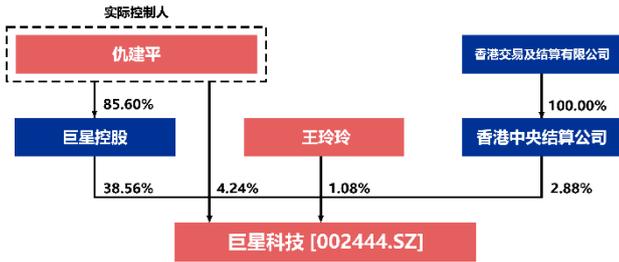


资料来源: 华经产业研究院、申万宏源研究

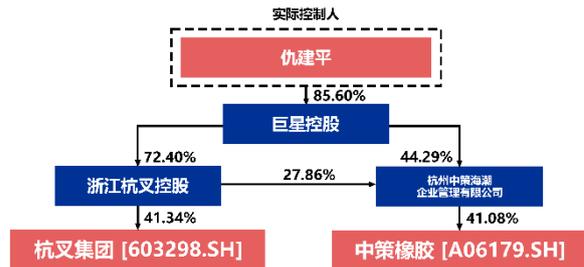
2. 公司发展: 聚焦手工具, 内外源并举

2.1 手工具业务起家, 开展多元化并购战略

公司股权结构清晰, 实控人仇建平合计持股 38.33%。根据 iFind, 截至 2024 年上半年度, 仇建平直接持有公司 4.24% 的股份, 通过巨星控股间接持有公司 33.01% 的股份, 其妻子王玲玲直接持股 1.08%, 仇建平通过直接持股、间接持股及一致行动人, 共计持有公司 38.33% 的股权。除巨星科技外, 仇建平董事长还通过巨星控股实控杭叉集团与中策橡胶, 能够为公司上游原材料与下游物流运输提供保障。

图 24：公司股权结构清晰，实控人仇建平合计持股 38.33%（截至 2024 中报）


资料来源：iFind、申万宏源研究

图 25：仇建平董事长控股其他公司


资料来源：iFind、申万宏源研究

起步于手工具制造代工业务，不断完善海外品牌矩阵。公司发展历程可分为三个阶段：

(1) 起步于 ODM 业务 (1993 年-2009 年)：1993 年，公司前身巨星工具成立，以 ODM 代工为核心，开展手工具制造业务。2009 年，公司创立首个自主品牌 Workpro，开始由 ODM 向 OBM 业务过渡。公司自建品牌 Sheffield 于 2010 年成立，同年巨星科技在深圳交易所主板上市。**(2) 初步并购阶段 (2010 年-2016 年)：**2010 年，巨星科技并购美国品牌 GOLDBLATT，拓展工业级手工具产品线。2015 年，公司收购华达科捷，开拓激光测量领域，并于 2016 年自主研发激光雷达。同年，公司收购手工具品牌 PONY JORGENSEN，逐步完善手工具产品线。**(3) 大规模并购阶段 (2017 年-2021 年)：**公司自 2017 年并购了 ARROW, Swiss+Tech, Shop-Vac, BeA, SK TOOLS, GEELONG 等多家海外高端品牌，拓展手工具，存储设备，户外工具，电动工具，气动工具产品线，逐步完善产品、品牌矩阵，带动公司规模迅速扩大。

图 26：公司经历起步、初步并购和大规模并购三个阶段


资料来源：巨星科技公众号、巨星科技公告、申万宏源研究

国内手工具制造企业，产品及品牌布局完善。公司长期致力于打造自有品牌，专注于手工具制造业务，同时积极拓展电动/气动工具和激光测量设备等非手动工具制造业务。公司的主要产品包括家庭耐用消费品及专业级工业产品，如手动工具、电动工具、气动紧固工具、激光测量工具、激光雷达、箱柜存储设备、工业吸尘器、劳动防护用品等，产品广泛应用于家庭、建筑业、工业、制造业、军事等多个领域。另外，公司依托 ARROW, Swiss+Tech, SHEFFIELD, SK, BeA 等国际企业扩展产品品类，推动产品升级，不断强化品牌效应。

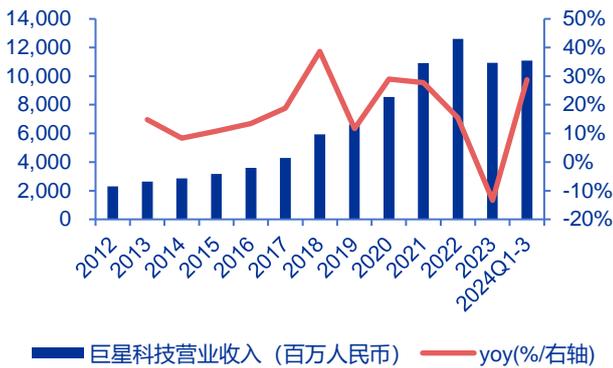
图 27：国内手工具制造企业，产品及品牌布局完善

主要产品	手动机修工具	电动/气动工具	箱体储存设备	激光测量/激光雷达	专业吸尘设备
产品细分	手动工具, 照明灯具, 激光测量, 电动工具, 园林工具, 气动工具, 机械设备, 劳保用品, 电动配件等	气动钉枪、紧固件产品等	红外温度计、激光测距仪、光学水平仪、激光水平仪、激光配件等	抽屉柜、工作台、储物柜、层板货架、垂直立体库、CNC转运/储存等	吸尘器、清洁套件、锂电池等
品牌	WORKPRO、SK、DuraTech、EverBrite、Swiss-Tech、ARROW、SHEFFIELD	WORKPRO、BeA、DuraTech、ARROWSHE、FFIELD	PREXISO、WORKPRO、SHEFFIELD、欧锺激光	LISTA、WORKPRO、SK、DuraTech、SHEFFIELD	Shop-vac、WORKPRO

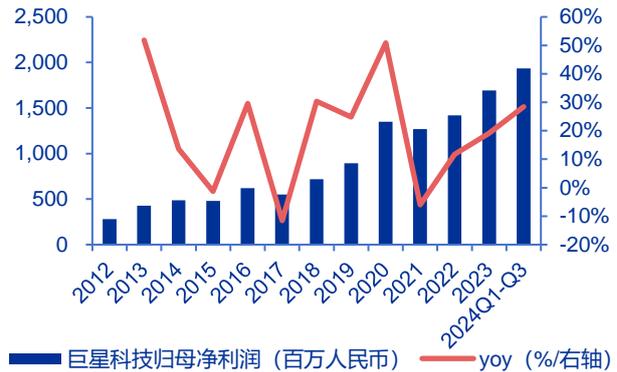
资料来源：巨星科技官网、申万宏源研究

2.2 聚焦对外出口，欧美贡献主要营收

公司产品主要出口欧美地区，驱动营收业绩稳步增长。公司收购海外高端品牌，完善产品及品牌布局，营业总收入由 2017 年 42.81 亿元增长至 2023 年 109.29 亿元，2017-2023 年营业收入 CAGR 达 16.91%。2023 年，巨星科技实现营业总收入 109.29 亿元，受海外公司去库存影响，手工具及存储箱柜板块销量下滑，营收同比下降 13.3%；2024 年前三季度销售收入回暖，总营收达 110.8 亿元，YoY+28.7 %。公司归母净利润由 2017 年 5.5 亿元增长至 2023 年 16.9 亿元，CAGR 为 20.6%。2024 前三季度，归母净利润达 19.3 亿元，同比上升 28.6%，主要得益于公司自有品牌收入占比由 2016 年低于 10% 上升至 2023 年接近 50%，以及持续收购各细分领域品牌带来的业务拓展收入。根据公告，公司预计 2024 年实现归母净利润 22.8 亿元-25.4 亿元，同比增长 35%~50%，北美工具消费复苏，逐渐回到正常增速水平，公司主要客户结束去库进程，公司订单逐步和终端销售情况匹配；同时公司依靠自身竞争力研发了大量新的产品品类，获得了新的客户订单，随着公司东南亚产能不断释放，产能瓶颈也得以突破，预计全年营业收入同比增幅超过 35%，公司盈利也同比得到大幅增长。

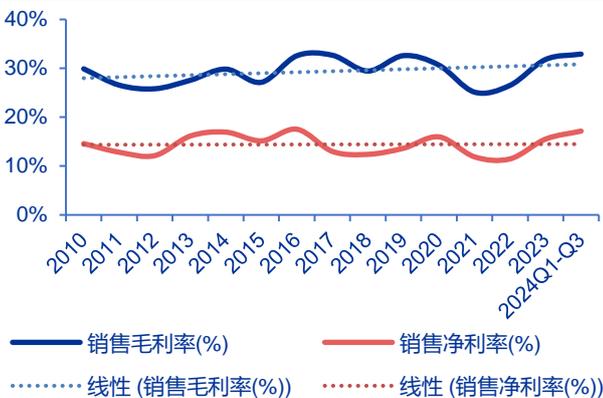
图 28: 营收业绩稳增长, 2024Q1-3 同比+28.7%


资料来源: iFind、申万宏源研究

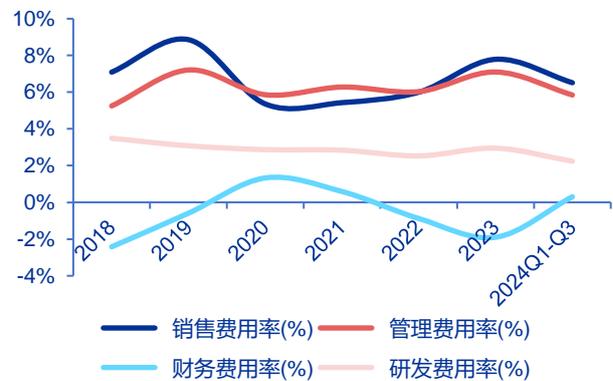
图 29: 公司归母净利润呈稳步上升趋势


资料来源: iFind、申万宏源研究

公司持续保持较高盈利水平, 期间费用率基本稳定。2021年, 受人民币汇率升值、中美海运费大幅上涨、原材料价格提高等因素影响, 公司毛利率水平有所下降; 由于人民币贬值, 原材料价格下降, 公司大力发展自主品牌, 毛利率恢复至30%以上。2024Q1-Q3, 公司销售毛利率达32.91%, 销售净利率达17.15%。近年来, 公司期间费用率基本稳定, 控费能力良好。2023年销售费用率有所上升主要系人员薪酬、广告促销费以及办公费用等支出增加所致; 财务费用率有所增长系公司管理限制资金导致利息收入增加, 及人民币贬值带来的汇兑收益增加所致。

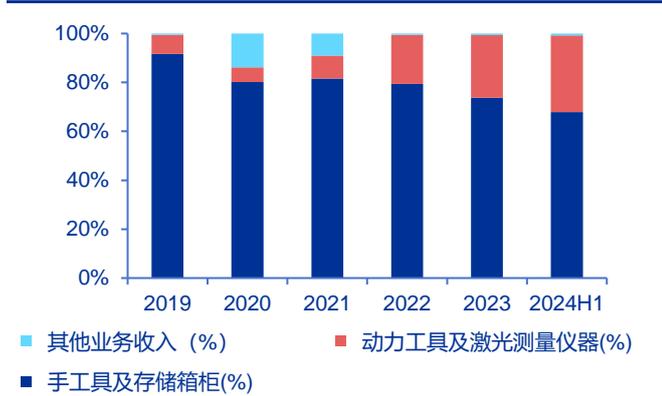
图 30: 2024Q1-Q3 销售毛利率达 32.9%, 销售净利率达 17.2%


资料来源: iFind、申万宏源研究

图 31: 期间费用率基本稳定, 控费能力良好


资料来源: iFind、公司季度报告、申万宏源研究

手工具贡献主要收入, 动力工具及激光测量工具业务逐步拓展。公司主要营业收入由手工具、动力工具、激光测量仪器、存储箱柜的研发、生产和销售构成。手工具及存储箱柜业务贡献主要营收, 2019年-2023年收入占比保持70%以上。近年来, 公司着力研发高性价比锂电池电动工具, 带动海外订单量持续增长, 根据公司公告, 动力及激光测量工具收入占比由2019年7.9%增长至2023年25.6% (2019年动力及激光测量工具部分仅披露激光测量工具占比为7.9%)。2020年, 其他业务占比明显提高系疫情期间公司出口个人防护用品所致。2024H1, 手工具及储存箱柜、工业工具及电动工具毛利率分别为32.0%、34.6%、26.8%。手工具及储存箱柜作为目前公司主营业务, 毛利率维持高位; 电动工具为新业务板块, 毛利率高于2023年, 且随着公司继续拓展业务, 盈利能力存在继续提升空间。

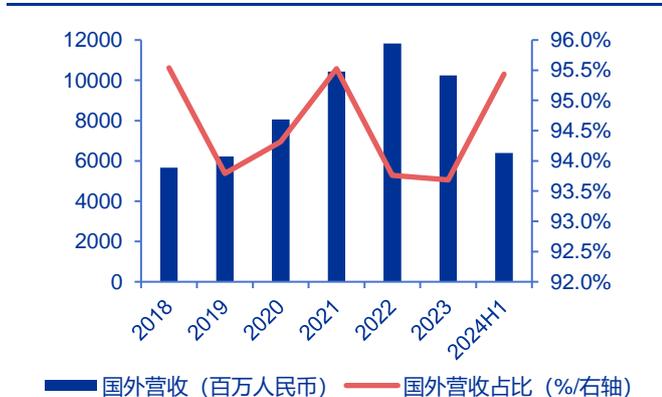
图 32：2023 年动力工具及激光测量仪器收入占比达 25.6%


资料来源：iFind、公司年报、申万宏源研究

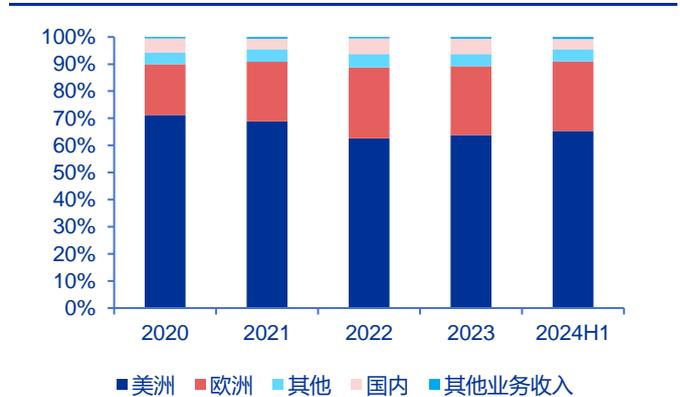
图 33：主营业务毛利率基本保持稳定


资料来源：iFind、申万宏源研究

国际化布局体系成熟，欧美地区为手工业最大海外市场。公司建立了完善的全球化的供应链管理体系，与全球数千家供应商达成合作，公司公告显示，依托中、美、欧三地的仓储物流配送体系及全球 21 处生产制造基地公司，实现全球采购、全球制造、全球分发，海外收入占比保持 90% 以上，营收规模不断扩大，2023 年公司国外主营业务收入达 102.4 亿元。欧美地区为手工具行业主要市场，2023 年公司欧美地区营收占比 89.30%，美洲市场收入占比保持 60% 以上，为公司最大海外市场。

图 34：海外收入占比保持 90% 以上


资料来源：公司年报、申万宏源研究

图 35：2024H1 公司欧美地区营收占比 91.06%


资料来源：iFind、申万宏源研究

3. 竞争优势：全球布局，拓展产业

3.1 全球布局：收购品牌，自建工厂

巨星科技持有高比例货币资金和流动资产，为收购品牌拓展市场提供储备。巨星科技在 2010 年大举收购高端品牌前即保持着高比例的流动资产和货币资金，据 2010 年公司年报披露，巨星科技持有流动资产 26.12 亿元，占总资产的 89.7%，其中持有货币资金 19.62 亿元，占总资产的 67.4%，这为公司后续的战略收购与扩张提供了充足现金流。同时在 2010

至今，巨星科技依然保持了 50-60%的流动资产比例，轻资产的运营模式使巨星科技拥有继续扩张的能力。

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。公司公告显示，巨星科技目前在全球拥有 23 个生产基地，其中中国 11 个，东南亚 3 个，欧洲 6 个，美国 3 个，使得公司能够灵活调整产能，适应不同市场需求。2018 年-2020 年，公司先后在柬埔寨、越南和泰国铺设生产基地，2024 年启动越南基地三期项目，基地规模相当于一期、二期之和；另一方面，公司通过并购活动，通过并购欧洲地区 LISTA、BeA 充分利用当地技术优势和市场接近性，更好服务于欧洲客户；通过并购北美地区 ARROW，获取其在当地生产基地，为巨星科技在美国市场的深耕提供了坚实的基础。海外工厂的铺设。一方面能够有效规避地缘政治冲突，享受销售关税红利和低人工成本、提高公司经营毛利，另一方面能够快速响应市场需求、更好服务当地客户，并且实现分散化效果以保障供应链稳定。

图 36: 越南基地三期建设



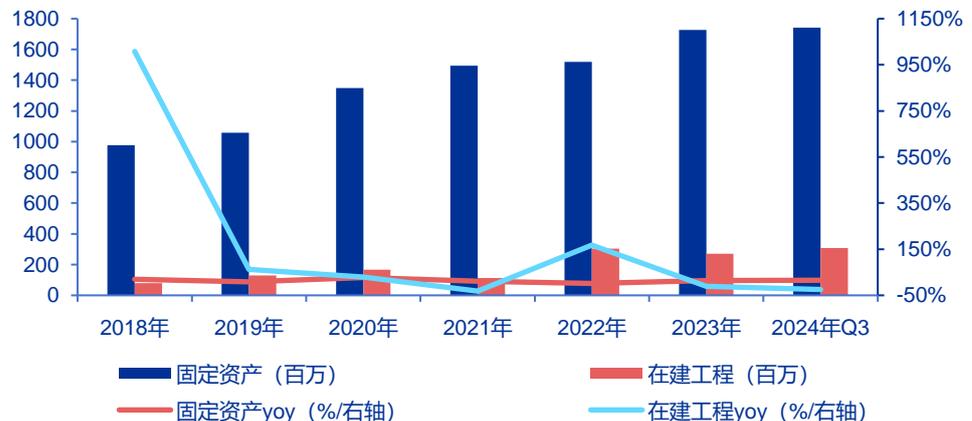
资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 37: 公司在全球拥有 23 个生产制造基地



资料来源：公司官网、申万宏源研究

图 38: 固定资产和在建工程逐步增长，2024 年 Q3 分别达 17.4 亿元、3.1 亿元



资料来源：iFind、申万宏源研究

产能外迁重构贸易链条。 iFind 数据显示，2023 年公司收入结构北美地区占比第一达 64%。巨星科技主动应变，2024 年年中启动越南基地三期、四期建设，逐渐减少中国产能占比、增加东南亚产能份额以实现其对北美地区销售的全覆盖。依托于国内顶尖研发团队、东南亚关税红利产地，未来将实现“中国研发-东南亚制造-欧美销售”的完整贸易链条。

图 39：巨星科技销售地区产能覆盖结构（2023 年营业收入口径）



资料来源：iFind、申万宏源研究

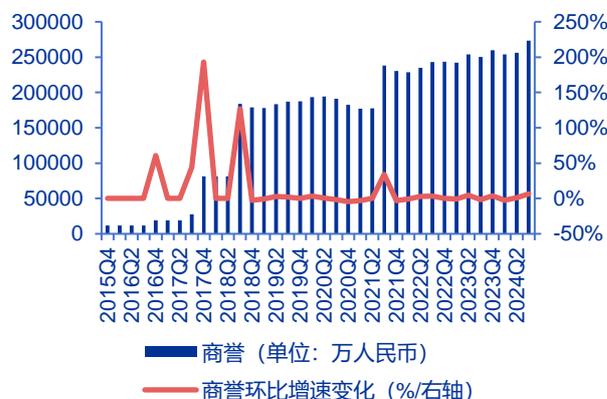
巨星科技大规模战略收购高端品牌，快速整合各类资源。 根据巨星科技公司公告及年报，公司通过溢价收购 TESA、Geelong、Swiss+Tech、Shop-Vac、BeA 等细分领域品牌，直接获取各类资源及公司商誉。公司自 2010 年以来开展了 10 余次并购活动，快速完善产品矩阵，逐步拓展测量工具、存储设备、微型工具、吸尘器、电动工具、气动工具等业务，并通过引入不同领域先进技术及人才，打破产品研发壁垒，提高自身发展效率。另外，通过收购公司的品牌优势及本土渠道优势，公司迅速进驻新市场，同时推广自有品牌，有效提升市场竞争力。

图 40：巨星科技拥有高比例的流动资产和货币资金



资料来源：iFind、申万宏源研究

图 41：巨星科技通过溢价收购获取品牌商誉



资料来源：iFind、申万宏源研究

表 3：公司收购各领域高端品牌

品牌	并购时间	交易价格	持股比例	收购公司主营业务	收购目的
TESA	2023	不超过 4000 万欧元	100%	测高仪、SPC 计量系统的设计、生产与销售	拓展 μ 级高精度测量工具产品线
Geelong	2021	1.28 亿美元	100%	存储箱柜业务	提高存储箱柜业务份额；协同研发、供应链管理和产能等方面
Shop-Vac	2022	4186 万美元	-	吸尘器及配件、车载吸尘器制造	完善北美本土服务；引进先进人才和技术
BeA	2023	2790 万欧元	-	钉枪及其耗材生产	完善全欧洲仓储物流分销体系；加速公司产品下沉欧洲本土分销渠道
Swiss+Tech	2019	-	-	设计销售微型多功能工具	补强特色微型工具系列产品线
Prime-Line	2019	-	100%	家用、商用门窗五金配件的维护，维修和运营更换（MRO）	提升北美服务能力及市占率；丰富产品类型，分销体系及物流体系，加速国际化进程
Arrow	2017	1.25 亿美元	100%	生产手动、电动钉枪	增强品牌效应；加速 Arrow 开拓中国市场并推进全球化进程，提高公司盈利能力
PRIM' TOOLS LIMIT ED	2016	2268.6 亿美元	100%	自动激光扫平仪、激光扫平仪、激光探测器、遥控器	为公司深入推进与国际巨头瑞士徕卡公司在产品、技术、渠道等方面的全方位战略合作奠定了基础。
华达科捷	2015	2 亿人民币	65%	光发射器、接收器、光学镜片、电子传感器	进一步拓宽了公司产品的国际销售渠道，实现巨星智能装备领域的重大技术突破，也将对公司未来的业绩发展产生积极影响。
Goldblatt Tool Company 等 4 家公司	2010	130 万美元	100%	抹泥、墙、混凝土和砌石等手工具	增强公司自主品牌的销售并取得更多的销售渠道。

资料来源：公司公告、申万宏源研究

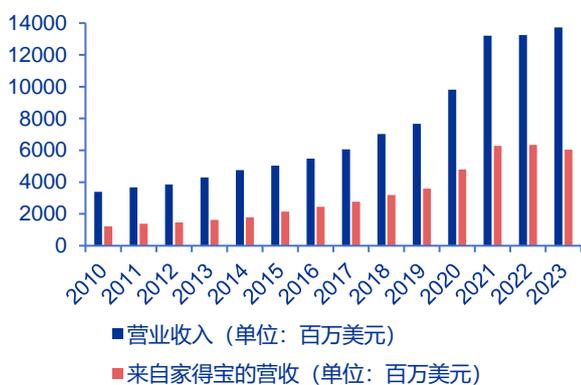
公司通过收购有效扩大市场规模，并购战略优势凸显：

1) 有效完善业务矩阵，产品品类快速增长。以工具行业企业创科实业（TTI）为例，公司自 1990 年于港交所上市后，收购了 VAX、DIRT DEVIL、ROYAL、HOOVER 及地板护理业务，RYOBI、HOMELITE 及户外园艺电动工具业务，MILWAUKEE 和 DREBO 专业电动工具和配件业务，STILETTO 手动工具品牌及业务，形成电动工具、户外园艺工具及地板护理三大矩阵。依托丰富 SKU，公司业绩大幅增长，根据创科实业公司年报，2023 年其销售总额接近 140 亿美元，归母净利润达 9.76 亿美元。

2) 深度合作渠道商家建立销售网络，支撑营业收入不断增长。创科实业公司年报显示，创科实业来自家得宝渠道的营收占比不断提高，由 2011 年 37.7%提升至 2023 年 44.0%。2000 年，创科实业通过收购 RYOBI，与优质渠道商家得宝深度合作，且家得宝拥有 RYOBI 独家销售权。近年来，家得宝整体销售额及工具品类营收双双增长，且工具类营收占比不断攀升，2014-2023 年 CAGR 达 9.5%。

3) 持续并购扩张实现市场份额提升。根据史丹利百得 2023 年 5 月投资者公告，公司 2005 年-2021 年以共计 60 亿美元进行了约 10 次收购，根据史丹利百得 2022 年 9 月投资者公告，2010 年-2020 年公司份额持续提升，地位持续巩固。

图 42：创科实业来自家得宝渠道营收占比不断提高



资料来源：创科实业公司年报、申万宏源研究

图 43：家得宝工具品类营收保持增长



资料来源：iFind、申万宏源研究

3.2 渠道领先：与大客户合作紧密

与大客户紧密合作，全面布局销售渠道。公司凭借技术、品牌、经营模式、产品规格品种等方面的竞争优势，最大程度满足渠道客户一站式采购需要，提高客户粘性；并依托强大的研发设计能力，根据不同需求提供个性化的服务，为客户尤其是大型客户设计全系列产品，为英国 KINGFISHER 开发了 650 余种、美国 LOWES 600 余种、法国 CARREFOUR 260 余种、美国 HOME DEPOT 开发 120 余种产品。目前，公司已成为美国 HOME DEPOT、美国 WALMART、美国 LOWES、欧洲 Kingfisher、加拿大 CTC 等多家大型连锁超市最大的工具和储物柜供应商之一；并协同 BeA 和 Lista 等并购公司，获取汽车、航空公司、顶尖奢侈品牌等优质客户资源，利用分销子公司拓展渠道。

紧密维系线下渠道大型零售商，获取先发优势。公司凭借技术、品牌、经营模式、产品规格品种等方面的竞争优势成功打入欧美市场，与下游终端大型零售商构建良好合作关系。据巨星科技公司公告，从 2010 年-2023 年前五大客户占比稳定、高达 50%，且多为北美地区大型零售商。北美市场份额集中，2010 年至 2023 年 CR2 平均为 34%。由于信息不对称、验证周期长，新型品牌进入线下商超难度大，并且产品在没有明显差异化特征下，更换产品意愿较低。因此巨星科技入住大型商超，占据一定先发优势，借此不断发挥品牌效应和培养客户粘性。

图 44: 公司与多家渠道客户紧密合作

Home Improvement Store	
National Brands	
Speciality Retail	
Hardware Retail	
Automotive Store	
Other Retail	
General Merchandise, Food, Drug Retail	
E-Business	

资料来源：巨星科技公司年报、申万宏源研究

表 4: 2010-2022 年主要客户情况

时间	第一客户		第二客户		第三客户		第四客户		第五客户		合计
	名称	占比	名称	占比	名称	占比	名称	占比	名称	占比	
2010	劳氏	32.93%	格耐克	10.38%	家得宝	7.72%	加拿大加泰	3.53%	布莱科迪铂特	3.07%	57.63%
2011	劳氏	33.07%	格耐克	10.24%	家得宝	5.57%	加拿大加泰	3.96%	布莱科迪铂特	3.22%	56.06%
2012	劳氏	32.80%	格耐克	9.16%	家得宝	5.35%	布莱科迪铂特	3.00%	加拿大加泰	2.98%	53.29%
2013	劳氏	35.76%	格耐克	7.05%	家得宝	6.62%	沃尔玛	3.25%	布莱科迪铂特	3.19%	55.87%
2014	劳氏	27.37%	家得宝	9.00%	格耐克	6.97%	沃尔玛	4.55%	史丹利百得	4.23%	52.12%
2015	劳氏	26.06%	沃尔玛	9.58%	家得宝	9.56%	格耐克	5.53%	史丹利百得	4.07%	54.80%
2016	劳氏	18.55%	沃尔玛	11.41%	家得宝	10.58%	格耐克	6.24%	史丹利百得	4.19%	50.97%
2017	劳氏	16.00%	家得宝	11.48%	沃尔玛	9.72%	史丹利百得	6.02%	格耐克	4.66%	47.88%
2018	劳氏	11.07%	家得宝	8.21%	沃尔玛	7.95%	西尔斯	5.71%	史丹利百得	3.75%	36.69%
2019	家得宝	13.17%	沃尔玛	10.25%	劳氏	8.97%	史丹利百得	3.10%	翠峰	3.08%	38.57%
2020	客户 A	16.73%	客户 B	12.32%	客户 C	11.13%	客户 D	2.93%	客户 E	2.08%	45.19%
2021	客户 A	21.27%	客户 B	10.93%	客户 C	9.85%	客户 D	2.26%	客户 E	2.20%	46.51%
2022	客户 A	24.24%	客户 B	12.52%	客户 C	6.84%	客户 D	2.75%	客户 E	1.68%	48.03%
2023	客户 A	18.84%	客户 B	12.40%	客户 C	10.23%	客户 D	2.49%	客户 E	1.89%	45.85%

资料来源：公司年报、申万宏源研究

线上与线下销售并行，持续加码跨境电商渠道建设。据中国跨境电商综合试验区官微，公司目前在全球拥有 35 家以上海外子公司及办事处，根据公告，公司产品销往 180 多个国家及地区，直接服务 3 万家以上大型建材、五金、百货、汽配等连锁超市。公司持续加码电商销售渠道建设，依托国内外电商平台直接为全球终端用户提供高品质、全品类产品。2018 年，公司在亚马逊、EBAY、速卖通等第三方电商平台全面上线全球产品销售，根据公告，2020 年成为亚马逊手工具销售额国内出口卖家第一名，同年自主电商平台土猫网实现了销售收入 多万元，成为国内领先的垂直工具电商。

另外，公司通过跨境电商增厚自主品牌（OBM）优势，2022 年公司自有品牌特别是电商品牌收入持续增长，WORKPRO、DURATECH、SWISSTECH、Prexiso 等电商品牌的销售收入同比大幅增加，自有品牌销售收入达 50.87 亿元，同增 32.61%，占比首次超 40%。2019 年，电商销售收入实现超 45% 增长，带动自有品牌收入大幅提升，同增 103.62%。

图 45：公司持续加码电商销售渠道建设


资料来源：公司年报、申万宏源研究

图 46：2022 年公司自有品牌销售收入占比首次超 40%


资料来源：公司招股说明书、公司年报、申万宏源研究

3.3 业务拓展：电动工具与自有品牌

持续开发研发项目，提升产品核心竞争力。据巨星科技公司公告，2023 年，公司研发投入总额为 3.23 亿元，设计新产品 1828 项，新增专利申请和专利授权均超过 200 项，2023 年研发费用率 2.95%，同比提升 0.97%。公司持续推进锂电池电动工具大规模创新，SKU 总数超 3 万种，并凭借高性价比的创新产品取得了美国某大型零售业公司的无绳锂电池电动工具和相关零配件订单。由于电动工具具有更好性能及便携性，公司持续开发电动工具研发项目，包括大扭矩外转子无刷电机在电动工具中的研发应用，VDE 电工扳手的研发，目前高效率无线充电技术在电动工具及箱柜的研发，电池钉枪、电池排序螺丝刀产品开发等项目仍在进行。

表 5：公司无绳电动工具研发项目储备丰富

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标
大扭矩外转子无刷电机在电动工具中的研发应用	增加产品功能或提高性能	已完成	开发新产品，提升产品工艺技术
VDE 电工扳手的研发	VDE 绝缘扳手，内部采用锻造件，外部采用整体双层包胶可以绝缘 1000V 以上电流，给操作者提供安全保障。	已完成	VDE 绝缘扳手，采用外部整体双层包胶，给操作者提供安全保障，在电工扳手市场占有一定的份额
高效率无线充电技术在电动工具及箱柜的研发	开发全新产品	未完成	开发全新产品
电池钉枪	新工具/新技术	未完成	增加紧固件的销售
电池排序螺丝刀	作为系留设备继任者的新工具	未完成	增加排序螺钉的市场份额

资料来源：巨星科技可转债说明书、申万宏源研究

电动化趋势明显，电动工具业务有望打开业绩增长空间。近年来公司逐步切入电动工具领域，动力工具及激光测量仪器收入占比持续提高，根据公司公告，2024H1 电动工具营收占比为 7.1%（2024H1 披露口径改变，仅包含电动工具而不含激光测量仪器），营收达 4.75 亿元。由于该业务仍处于起步阶段，发展速度较快，未来增量有望进一步提升。

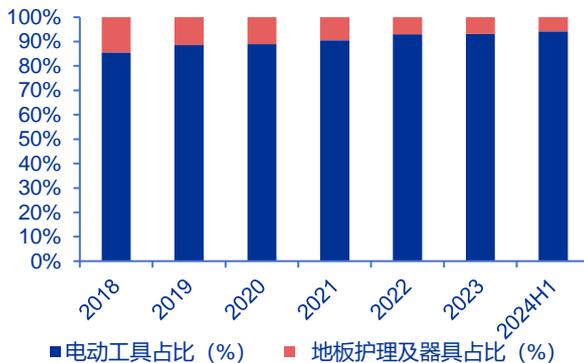
电动工具市场空间更大，已成为企业成长的核心驱动力。根据 iFind，2023 年史丹利百得的电动工具及户外电动工具收入约为 94 亿美元，占比达 70%；同年，创科实业电动工具业务收入为 128 亿美元，占比超 90%。由于电动工具具备生产效率较高，产品类型丰富，产品单价更优等优势，持续发展有望带动营收规模及利润率中枢上移。

图 47：电动工具占比逐渐提高



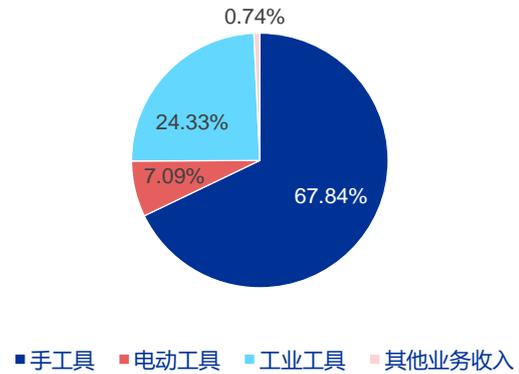
资料来源：iFind、申万宏源研究

图 49：创科实业电动工具业务收入占比超 90%



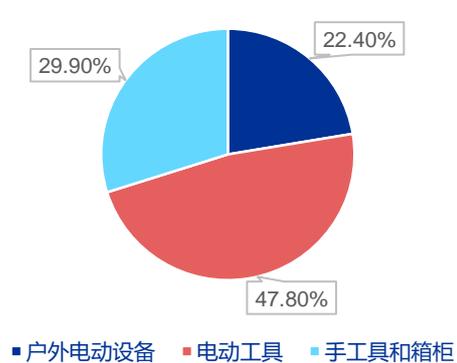
资料来源：iFind、申万宏源研究

图 48：2024H1 巨星科技电动工具占比为 7.1%



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 50：史丹利百得电动工具收入占比达 48%



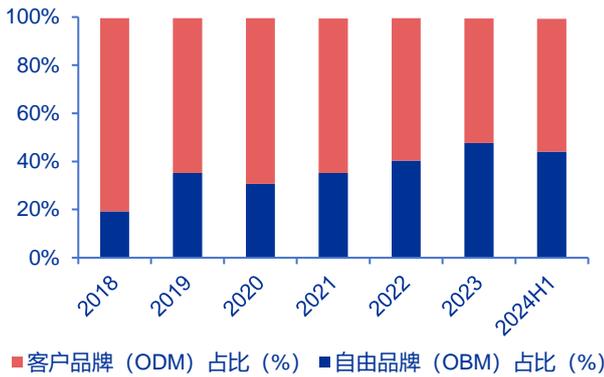
资料来源：史丹利百得公司年报、申万宏源研究

拓展自有品牌，寻求毛利率新增长点。巨星科技通过大量收并购，逐步完成了品牌积累，正在进行从 ODM 厂商到 OBM 厂商的转变。公司自有品牌 Lista、ARROW、WORKPRO、EVERBRITT、PONY 等的销售收入和占比稳步提高。品牌优势不仅进一步提升公司产品的国际竞争力，还有效提高了公司的毛利润率和业务稳定性，为公司长期健康的发展提供了保证。根据公司公告，巨星科技 2024 年 OBM 业务营收。

亿人民币, 占总营收的 19.2%, 而 2024H1 巨星科技 OBM 业务营收达到 29.5 亿元, 营收占比 44.1%。巨星科技 2018-2023 年 OBM 业务营收 CAGR 达到 35.4%。

在 2021-2023 年期间, 由于海运费上涨原因, OBM 毛利率低于 ODM 业务, 在 2019-2020 年期间, 海运费稳定情况, OBM 毛利率高于 ODM。2024 年海运费有所下降且稳定态势, 因此 OBM 营收占比提高有利于公司提高整体毛利。

图 51: OBM 业务占比抬升



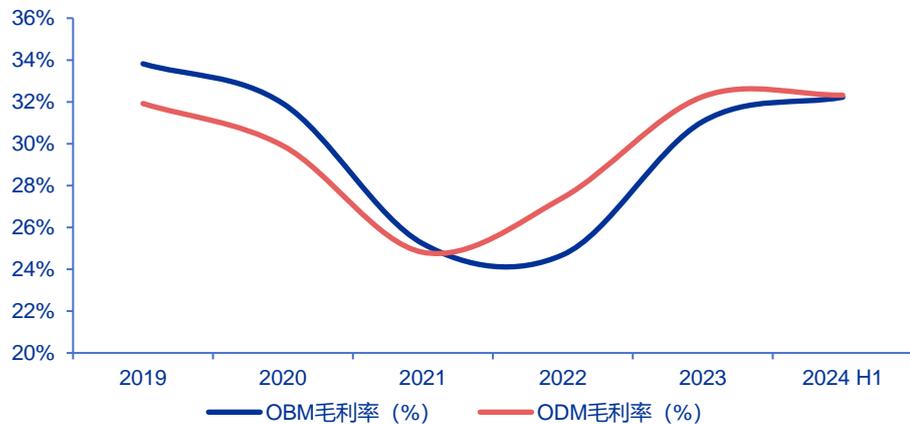
资料来源: 公司年报、申万宏源研究

图 52: 2018-2023 年 OBM 业务营收 CAGR 35.4%



资料来源: 公司年报、申万宏源研究

图 53: 海运费稳定情况下, OBM 毛利率高于 ODM



资料来源: 公司公告、申万宏源研究

4. 周期: 下游提振, 需求有望回暖

4.1 主动去库存末期, 需求增量有望回暖

五金工具消费由地产经济上行驱动增长, 未来需求有望受益于建筑需求复苏。五金工具行业的下游应用十分广泛, 覆盖加工装配、建筑建造、汽车制造、汽车修理、家电维修、家居家装等众多领域, 且为消费者家庭维修、建筑行业、工具损耗替换刚需, 具备市场需求量大, 更换周期稳定等特性, 使得五金工具需求在宏观经济下行时存在一定韧性。根据美国新房销售同比数据, 可以看到工具、五金及用品消费与房

屋销售具有一定相关性。五金工具消费受新宅装修需求驱动增长，且波动幅度小于新宅销售，地产需求下行时营收增速具备韧性。

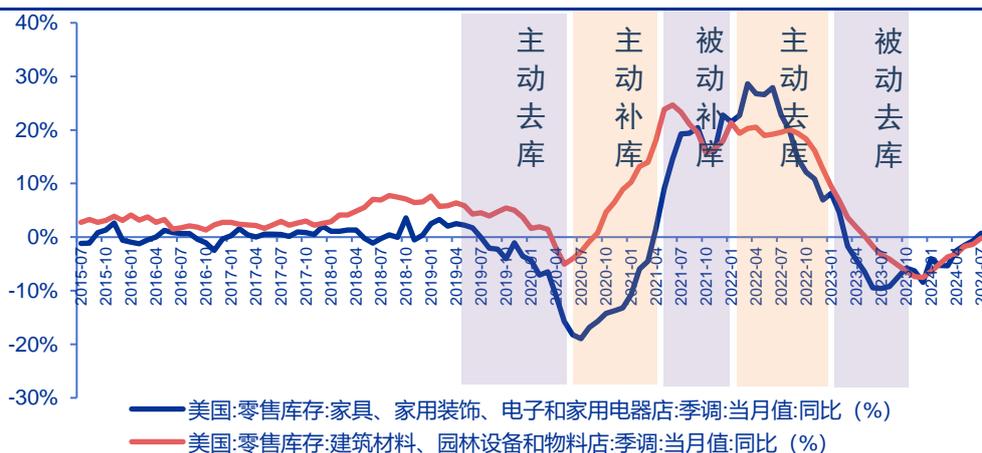
图 54：五金工具由新宅销量增长驱动，需求增量存在一定韧性



资料来源：Bloomberg、申万宏源研究

零售商库存同比降幅逐渐收窄，进入主动去库存阶段。2022 年以来家具、家饰、电子产品及家用电器商店及建材、园艺设备与供应商库存同比明显降低，零售商进入主动去库存阶段。随渠道零售商库存降至历史偏低水平，2024 年库存同比降幅逐渐收窄，增长水平呈现波动上升态势。我们判断当前处于主动去库存周期的末期，五金工具行业后续有望迎来周期复苏，据巨星科技 2023 年报，公司在下半年或明年初有望迎来新一轮的需求回升和补库订单。

图 55：2024 年以来零售商库存同比降幅明显收窄



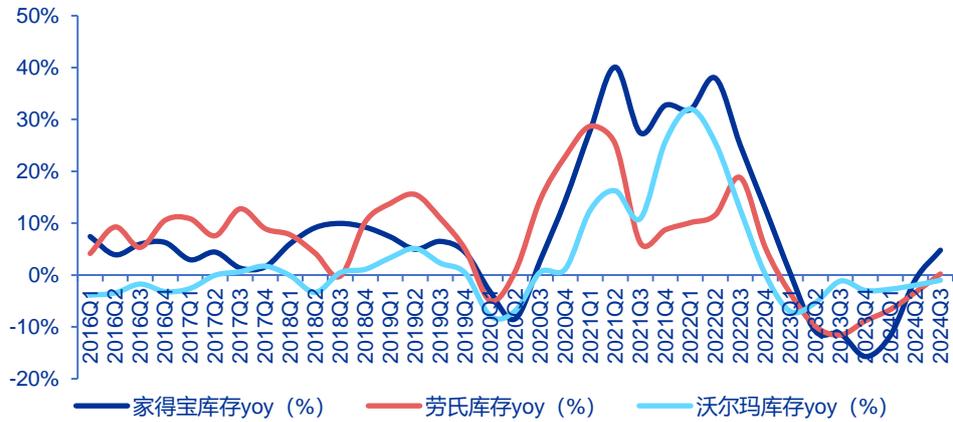
资料来源：iFind、申万宏源研究

零售商补库订单逐渐恢复，库存水平迎来转向。根据 iFind 数据，2023Q2 以来，家得宝、劳氏、沃尔玛三大美国零售商库存同比降幅明显收窄，库存水平陆续迎来拐点，截止至 2024 年 Q3，沃尔玛库存同比降幅已收窄至-1.01%，家得宝及劳氏同比分别达 4.79%、0.21%，各零售商库存恢复情况略有差异。

管理层对于终端需求和库存水平的判断具有一定滞后性，系由于一方面美联储降息态度不明朗且政策效果传到具有时滞、消费活动恢复后短期内居民更偏好于服务型

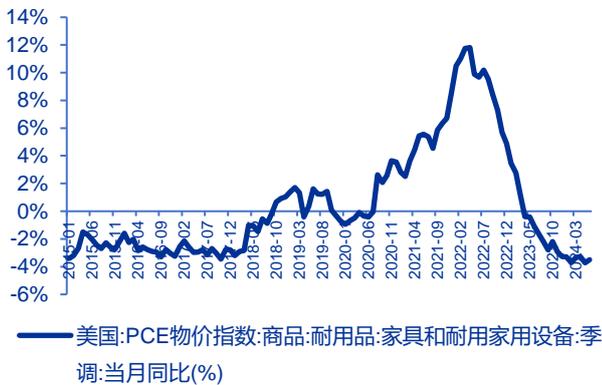
消费而非商品购买；另一方面，零售商更加关注所在市场 PCE（个人消费支出物价指数）份额和销售收入端变化，以制定下一期库存安排。后续随着美联储降息通道打开，市场消费需求回暖，预期今年年底或明年年初补库订单有望恢复，弹性或超预期。

图 56：零售商补库订单逐渐恢复，库存同比迎来转向



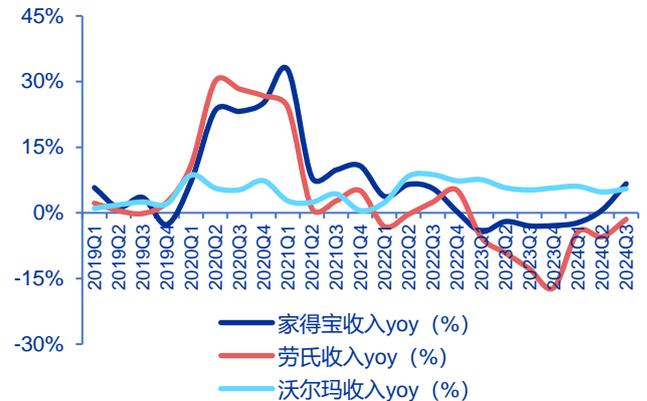
资料来源：iFind、申万宏源研究

图 57：美国零售家用市场 PCE 份额



资料来源：iFind、申万宏源研究

图 58：三大零售销售收入同比增速



资料来源：iFind、申万宏源研究

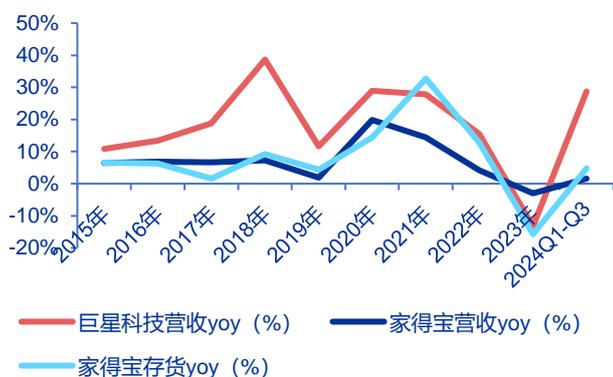
4.2 收入端：降息周期开启，下游需求提升

美国家得宝和劳氏长期位于巨星科技大客户前列，且两家大型商超在工具行业下游渠道占比接近 50%，巨星科技的营收与家得宝和劳氏的营收及库存高度相关，因此家得宝和劳氏的库存与营业收入是重要的观测跟踪指标。根据 iFind 数据，2020 与 2021 年伴随劳氏与家得宝的库存水平上升，巨星科技营收同样出现了大幅增长；2023 年的去库存也对巨星科技的营收有较大影响。2023 年劳氏和家得宝的库存与营收增速均止跌，在 2024Q1-Q3 劳氏与家得宝库存水平回升，零售商超去库存动作见底：根据家得宝 2024Q3 公告，存货环比 2023 年底+13.9%；根据劳氏 2024Q3 公

告，存货环比 2023 年底-0.3%，有明显补库存趋势。因此巨星科技营收也随之出现了较高的正增长。

地产周期方面，美联储持续加息提高了住房抵押贷款利率，据 Trading economics 的数据，2023 年 11 月美国 30 年期固定抵押贷款利率达到 7.79%，这是自 2000 年以来的最高值，高过 2007 年次贷危机期间的最高利率。受高息影响，自 2022 年一季度始，美国成屋销售套数便开始走弱，持续到 2024Q3。24 年 3 季度美联储进入降息周期，购房成本可能会随之减少，购房需求也会持续攀升，未来楼市的逐渐回暖给五金工具提供了更广阔的市场前景。

图 59：巨星科技营收增速与家得宝营收及库存存在正相关关系



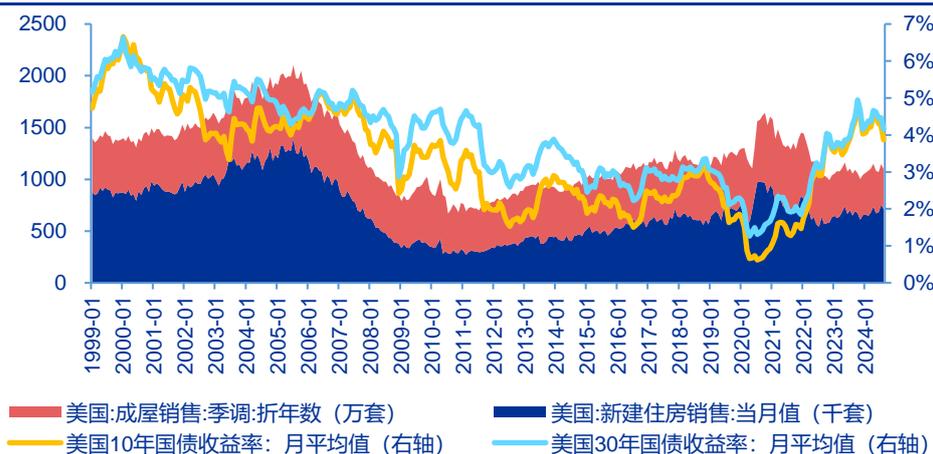
资料来源：iFind、申万宏源研究

图 60：巨星科技营收增速与劳氏营收及库存存在正相关关系



资料来源：iFind、申万宏源研究

图 61：美联储进入降息周期，未来房市回暖给五金工具提供了更广阔的市场前景



资料来源：iFind、申万宏源研究

4.3 盈利端：处于较高水平，有望受益于 OBM 占比提升

公司采用以出口为主导的销售模式：2024H1，公司的营收中国外营收占比 95.44%，其中美国营收占比 65.38%，欧洲营收占比 25.68%。因此巨星科技的盈利水平与人民币汇率、原材料价格和海运费有较大关联，具体关联和敏感性分析如下：

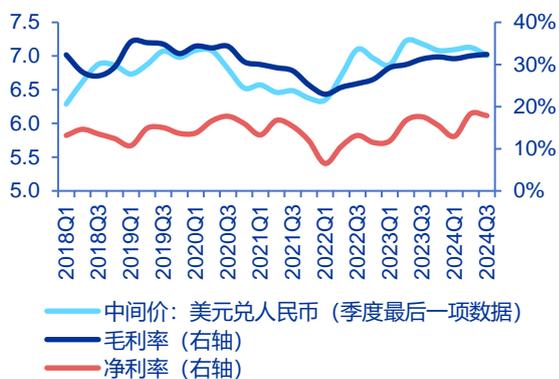
(1) 汇率及结算货币因素：巨星科技部分收入确认为美元结算，而成本为人民币计价；同时亚洲工厂产出品出口至欧美时采用 FOB 报价，因此这部分产品的毛利率和净利率会受到汇率波动的影响。人民币贬值，将使巨星科技财务费用汇兑收益增加，从而提升毛利率及净利率。

汇率敏感性分析：根据公司年报，公司以外汇远期合约作为套期工具，根据销售预测的外币收汇金额和目标成本汇率指导签订远期外汇合约，交割期与预测回款相匹配，且约定的交割金额与预测回款金额相匹配，以规避汇率风险。

汇率调整影响毛利和净利变动。通过前文所述可以知道，巨星科技销售地区以欧美市场为主，产能地区以中国和东南亚地区为主，目前巨星科技销售端使用美元作为计价结算货币，而成本为人民币计价，人民币对美元汇率变动会对销售确认收入带来波动，从而影响毛利率。同时会汇率变动也会影响利润表中的汇兑损益和公允价值变动收益等科目，进而影响净利率。

毛利变动更为敏感。汇率变动使得售价和成本非同步调整，对毛利影响直观且迅速，而净利润的计算还需要扣除期间费用、公允价值变动、非经常性损益等科目，这些因素一定程度会缓冲汇率变动对净利的的影响。从 iFind 历史数据直观来看，2020Q2 至 2022Q4，人民币相对美元升值 8.5%，销售毛利率下降 13.21%而销售净利率下降 6.94%。

图 62：巨星科技毛利率、净利率与美元汇率有正相关关系



资料来源：iFind、申万宏源研究

图 63：巨星科技汇兑损益与人民币汇率具有反相关关系

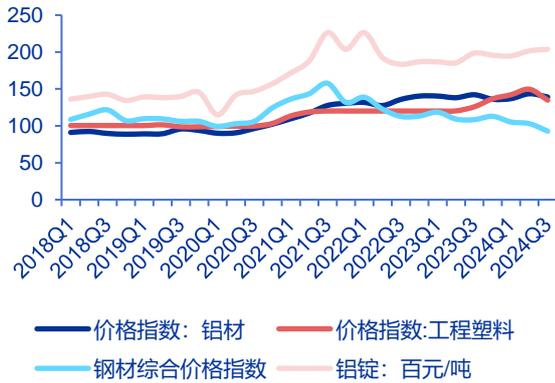


资料来源：iFind、申万宏源研究

(2) 原材料价格因素：巨星科技招股说明书中披露的主要原材料有铝材、工程塑料、钢材和铝锭。公司生产用的原材料、半成品等成本占比较高，因此原材料价格对公司毛利率和净利率有较大影响。在四种主要原材料中，钢材对毛利率净利率影响较大，因为存储箱柜业务毛利率对原材料热卷钢价格更为敏感。通过钢材价格指数与存储箱柜毛利率对比，可以发现存储箱柜毛利率基本与钢材价格指数反相关，且由于采购与生产周期的存在，导致毛利率变化滞后钢材价格指数变化 1-2 季度。当前钢材原材料价格下行，毛利率有望进一步修复和抬升。

毛利率对原材料敏感性分析：箱柜业务对热卷钢价格更为敏感，但当钢材价格大幅上升时，毛利率下降幅度远低于钢材价格上升幅度，例如根据 iFind 数据，Q

图 64：2020 年工程塑料、铝材、不锈钢价格出现增长态势



资料来源：iFind、申万宏源研究

图 65：毛利率净利率与铝锭价格变化反相关



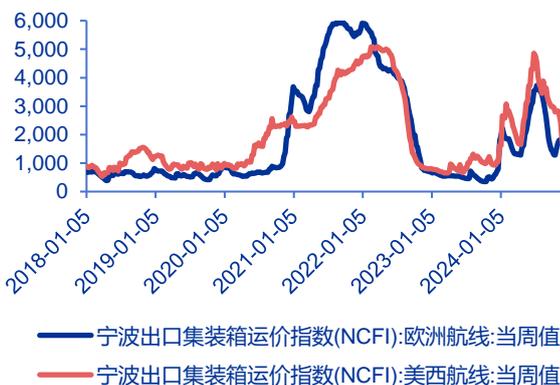
资料来源：iFind、申万宏源研究

钢材价格 YoY+50.03%，而毛利率仅 YoY-4.69%，其原因有两点：1.在原材料价格低时增加存货以应对原材料价格上涨风险。2. 成本传递的非对称性导致材料价格上涨时，公司通过提高售价转嫁成本保持毛利率相对稳定；材料价格下降时，企业暂缓降价以获取更高利润。

(3) 海运费因素：公司主营业务按品牌分可以分为两部分： ODM 和 OBM。ODM 部分，由客户承担海运费；OBM 部分的海运费在 2020 年前计入销售费用，影响净利率，2020 年开始计入成本，影响毛利率。因此假设 OBM 和 ODM 间毛利率无其他因素影响，则 OBM 和 ODM 毛利率差值，即为海运费的差异，2022 及 2023 年由于疫情及地缘冲突导致差值急剧扩大，2024H1 这一差值修复。

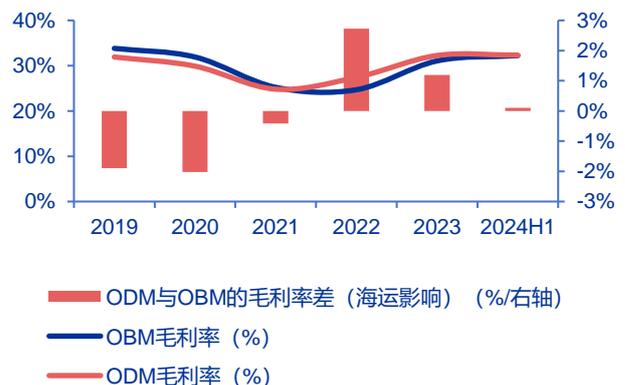
公司国内工厂主要围绕长三角一带，因此选择宁波港出口集装箱运价指数为标的。2024 年 6-8 月份海运价格又一次升高，主要原因有：1.生产商担心供应链中断风险加大备货储备；2.欧美地区整体进入补库存期间，集装箱货运需求具有较强支撑，3. 地缘冲突导致船舶绕行大幅减少周转效率，导致舱位紧张。截至目前海运价格已有回落趋势。

图 66：海运费有所下降，公司毛利率有望进一步抬升



资料来源：iFind、申万宏源研究

图 67：ODM 与 OBM 的毛利率差即为海运费的变动



资料来源：公司公告、申万宏源研究

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

(1) 手工具及存储箱柜

手工具业务和存储箱柜是巨星科技的核心业务，2024 年上半年下游主要大型商超进行了补订单动作，巨星销售前端订单放量明显好转，短期内随着零售商库销比恢复，将会带来持续订单增量；中长期来看，随着进入美联储新一轮降息周期，美国房地产新房销售+存量房屋流转数据将会看到亮眼表现，从而带来工具行业新一轮繁荣。因此预计 2024-2026 年公司手工具及存储箱柜业务收入同比增长 36%、20%、15%；随着产能转移预计毛利率小幅提升，未来三年毛利率为 34.6%、33.6%、32.8%。

(2) 动力工具及激光测量仪器

动力工具及激光测量仪器作为公司第二成长曲线，巨星科技从 2021 年重新发展电动工具，产品市场发展前景广阔，通过并购不断丰富产品和品牌矩阵、整合销售渠道，未来有望成为公司发展的支撑业务。因此预计 2024-2026 年公司动力工具及激光测量仪器业务收入同比增长 39%、22%、21%；产品借助电商平台预计未来三年毛利率为 26.1%、26.5%、27.6%。

(3) 其他业务

预期 2024-2026 年收入同比增长 35%、21%、21%；预期未来三年毛利率为 60%、60%、60%。

表 6：公司业务明细拆分

	指标	2023	2024E	2025E	2026E
手工具及存储箱柜 (HandTools&Storage)	营业收入 (百万元)	8066	10954	13101	15040
	营业收入 YoY	-19.4%	35.8%	19.6%	14.8%
	毛利率	35.3%	34.6%	33.6%	32.8%
	毛利	2,847	3,790	4,402	4,933
	收入占比(%)	73.8%	73.4%	72.9%	71.8%
	毛利占比(%)	81.9%	77.5%	76.2%	74.6%
动力工具及激光测量仪器 (PowerTools&LaserMeasurement)	营业收入 (百万元)	2799	3891	4758	5772
	营业收入 YoY	10.2%	39.0%	22.3%	21.3%
	毛利率	21.2%	27.0%	27.5%	27.8%
	毛利	595	1,051	1,309	1,605
	收入占比(%)	25.6%	26.1%	26.5%	27.6%
	毛利占比(%)	17.1%	21.5%	22.7%	24.3%
其他业务收入	营业收入 (百万元)	65	87	106	128
	营业收入 YoY	-0.3%	35.0%	21.0%	21.0%
	毛利率	52.2%	60.0%	60.0%	60.0%
	毛利	34	52	63	77
	收入占比(%)	.%	.%	.%	.%

合计	毛利占比(%)	1.0%	1.1%	1.1%	1.2%
	营业收入(百万元)	10,930	14,932	17,965	20,940
	营业收入 YoY	-13.3%	36.6%	20.3%	16.6%
	毛利率	31.8%	32.8%	32.1%	31.6%
	毛利	3,476	4,893	5,774	6,614
	收入占比(%)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
	毛利占比(%)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源: iFind、申万宏源研究

5.2 估值分析

考虑到公司处于工具行业,因此可比公司选取工具行业具有代表性企业:创科实业、格力博、大叶股份和泉峰控股作为可比公司。

1) 创科实业: 主要从事电动工具产品业务,主要通过两大分部运营。电动工具分部从事电动工具、电动工具配件、户外园艺工具及户外园艺工具配件的销售业务。其电动工具产品通过 MILWAUKEE、EMPIRE、AEG、RYOBI 及 HOMELITE 品牌或原设计制造商(OEM)客户出售。地板护理及器具分部从事地板护理产品及地板护理配件的销售业务。其地板产品通过 HOOVER、DIRT DEVIL、VAX 及 ORECK 品牌或 OEM 客户出售。

2) 格力博: 主营业务是新能源园林机械的研发、设计、生产及销售,主要产品是割草机、打草机、吹风机、修枝机、链锯、智能割草机器人、智能坐骑式割草车等。

3) 大叶股份: 国内园林机械行业企业,主要产品包括割草机、配件、打草机/灌草机和其他动力工具等,公司主要从事的业务属于园林机械细分行业。

4) 泉峰控股: 于 1999 年在香港成立,为一家电动工具及户外动力设备(OPE)的全球供应商。公司专注于锂电池系统等技术领域的创新。

首次覆盖,给予“买入”评级。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 23.39/28.68/32.83 亿元,当前股价(2024/12/24)对应 2024-2026 市盈率分别为 16/13/11 倍。可比公司 24-26 年平均 PE 分别为 23/16/12 倍,考虑到公司作为国内工具行业出海企业,深度绑定下游核心大客户,未来业绩确定性更强;公司产能全球布局,能快速响应市场需求并有效规避风险;预计随着前瞻性业务的拓展,公司有望进一步开拓增长空间,并在未来数年内持续受益,具备估值溢价,首次覆盖,给予“买入”评级。

表 7: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	2024/12/24	归母净利润(亿元)			PE		
		收盘价(元/股)	24E	25E	26E	24E	25E	26E
0669.HK	创科实业	102.70	81.73	93.63	108.08	21	19	16
301260.SZ	格力博	13.92	-	-	-	-	-	-
300879.SZ	大叶股份	17.96	0.90	1.60	2.50	40	23	15
2285.HK	泉峰控股	17.42	8.99	11.44	13.61	9	7	6
	平均值					23	16	12
.SZ	巨星科技							

资料来源：iFind、申万宏源研究（2024年-2026年数据来自iFind预测）

6. 风险提示

1) 地缘政治风险

地缘政治风险对终端产品造成价格抬升，影响公司经营业绩。

2) 汇率波动风险

美元对人民币汇率的大幅波动，将会对公司毛利率和净利率产生影响。

3) 原材料价格波动风险

公司制造成本来源主要分为原材料和半成品，尽管公司对上游外协厂议价能力较高，但仍需关注原材料如铝、钢等价格的波动，从而对公司业绩带来影响。

4) 海运费价格波动风险

产品销售地区以欧美为主，海运费的提升对公司销售业绩造成影响。

财务摘要

合并损益表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	12,610	10,930	14,932	17,965	20,940
营业收入	12,610	10,930	14,932	17,965	20,940
营业总成本	11,041	9,240	12,425	14,824	17,306
营业成本	9,267	7,454	10,039	12,191	14,325
税金及附加	47	44	60	72	84
销售费用	757	851	1,063	1,164	1,319
管理费用	761	776	959	1,096	1,256
研发费用	319	323	414	449	503
财务费用	-111	-208	-110	-148	-181
其他收益	51	38	38	38	38
投资收益	177	241	241	241	241
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-51	50	0	0	0
信用减值损失	19	-3	0	0	0
资产减值损失	-61	-25	-30	-30	-20
资产处置收益	-17	6	6	6	6
营业利润	1,687	1,997	2,762	3,397	3,898
营业外收支	-20	-8	0	0	0
利润总额	1,667	1,989	2,762	3,397	3,898
所得税	223	294	391	497	586
净利润	1,445	1,695	2,371	2,900	3,312
少数股东损益	25	3	32	32	29
归母净利润	1,420	1,692	2,339	2,868	3,283

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,445	1,695	2,371	2,900	3,312
加：折旧摊销减值	272	300	203	203	193
财务费用	-44	-78	-110	-148	-181
非经营损失	-164	-242	-247	-247	-247
营运资本变动	17	335	192	-83	386
其它	106	118	0	0	0
经营活动现金流	1,632	2,126	2,409	2,624	3,463
资本开支	392	414	-6	-6	-6
其它投资现金流	-122	-248	-311	-211	-211
投资活动现金流	-514	-662	-305	-205	-205
吸收投资	1,088	0	0	0	0
负债净变化	-933	-641	-958	20	20
支付股利、利息	85	485	338	468	574
其它融资现金流	-680	-105	110	148	181
融资活动现金流	-610	-1,232	-1,187	-299	-373
净现金流	792	191	917	2,119	2,884

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	10,307	10,556	11,715	14,363	17,566
现金及等价物	4,933	5,301	6,271	8,443	11,379
应收款项	2,427	2,557	2,557	2,557	2,557
存货净额	2,813	2,569	2,759	3,235	3,501
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	134	129	129	129	129
长期投资	2,561	2,967	3,467	3,867	4,267
固定资产	1,824	1,997	1,824	1,652	1,479
无形资产及其他资产	3,905	4,163	4,163	4,163	4,163
资产总计	18,596	19,684	21,170	24,045	27,476
流动负债	3,742	4,233	3,666	4,089	4,761
短期借款	1,702	2,081	1,103	1,103	1,103
应付款项	1,836	1,961	2,373	2,796	3,468
其它流动负债	204	190	190	190	190
非流动负债	1,230	439	459	479	499
负债合计	4,971	4,671	4,125	4,568	5,260
股本	1,203	1,203	1,194	1,194	1,194
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	3,714	3,763	3,771	3,771	3,771
其他综合收益	115	231	231	231	231
盈余公积	664	789	962	1,174	1,417
未分配利润	7,703	8,862	10,690	12,878	15,344
少数股东权益	227	165	197	228	257
股东权益	13,625	15,013	17,045	19,477	22,216
负债和股东权益合计	18,596	19,684	21,170	24,045	27,476

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。