

巨星科技 (002444)

证券研究报告
2025年01月03日

巨星出海，乘风破浪

公司简介：

公司是国内手工具行业规模最大、渠道优势最强的龙头企业之一，也是亚洲乃至世界排名前列的手工具企业。公司成立于1993年，于2010年7月在深圳证券交易所上市，历经初创崛起、探索前进、多元扩张发展三个发展历程。上市以来，公司营收不断攀升，除2009年及2023年以外营收均有增长。近几年公司动力工具及激光测量仪器占比不断提高。而欧美为公司主要销售区域，其中美洲营收占公司总营收一半以上。2023~2024年，公司累计分红达11.22亿元，在2024年进行三次分红，积极回馈投资者。

行业：

得益于产品刚需和更换周期稳定等特性，工业工具行业规模增速一直较为稳定，自2019年以来全球工具产品保持500亿美元以上规模。从品类维度来看，电动产品占比最高，2023年达37.9%，其次分别为手动产品、OPE产品及气动产品。从区域维度来看，美国和欧洲在工具方面的需求更高，2023年工具行业欧洲与美国市场合计占比高达77.6%。手工具行业市场集中度低，行业细分化程度高，市场竞争激烈。而电动工具以中大型企业为主，市场集中度高。线上线下渠道呈现差异化特征，未来线上线下渠道融合将成为工具产品大势所趋。目前渠道商销售好转，库存改善，降库存周期已经结束，工具行业进入了新一轮周期。工具行业下游以房地产为主，通过历史数据我们可以发现，美国工具、五金及用品消费与地产关联度高。随着降息通道的打开，我们认为工具消费将迎来新的上升周期。而我们复盘工具类上市公司股价与美国地产的关系，可以发现，工具相关公司市值与美国成屋销量呈现正相关性，上升及下降趋势及时间基本相同。

公司：

公司长期致力于自有品牌打造发展，OBM比例不断提升。公司自主品牌培育+外延并购开拓产品渠道新路径，目前巨星科技旗下有17个工具行业品牌，涵盖手动工具、电动工具、气动紧固工具等领域。公司从大型连锁商超、本土中小型分销商、跨境电商、国内电商等四方面积极开展全方位渠道布局；此外，巨星科技通过强化DTC渠道，包括直营跨境电商平台、收购欧美分销渠道以及建立亚太经销网络，有效提升了直接面向消费者的业务比重。公司已建立全球化的生产制造基地以抵抗关税影响并保证全球供应。公司经过多年的发展，初步建立和完善了全球化的供应链管理体系，依托中美欧三地完善的仓储物流配送体系以及全球23处生产制造基地公司可以做到全球采购、全球制造、全球分发。

维持公司“买入”评级。预计公司24~26年归母净利润分别为24.1/29.5/35.1亿元，同比+43%/22%/19%，对应PE16/13/11X。

风险提示：汇率波动风险；宏观经济景气度风险；贸易摩擦风险；业绩预告失真风险，与核心客户渠道合作风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,610.19	10,929.99	14,893.79	18,296.02	21,668.92
增长率(%)	15.48	(13.32)	36.27	22.84	18.44
EBITDA(百万元)	2,179.09	2,373.58	3,328.01	4,021.35	4,722.00
归属母公司净利润(百万元)	1,419.56	1,691.61	2,411.79	2,952.77	3,510.39
增长率(%)	11.78	19.16	42.57	22.43	18.88
EPS(元/股)	1.19	1.42	2.02	2.47	2.94
市盈率(P/E)	26.43	22.18	15.56	12.71	10.69
市净率(P/B)	2.80	2.53	2.29	2.02	1.79
市销率(P/S)	2.98	3.43	2.52	2.05	1.73
EV/EBITDA	9.11	9.83	10.61	8.32	7.24

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/通用设备
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	31.41元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,194.48
流通A股股本(百万股)	1,142.98
A股总市值(百万元)	37,518.56
流通A股市值(百万元)	35,900.86
每股净资产(元)	13.75
资产负债率(%)	27.35
一年内最高/最低(元)	34.49/18.29

作者

朱晔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080001
zhuye@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《巨星科技-半年报点评:2023年中报点评:盈利能力持续提升,订单有望逐步修复!》2023-09-18
- 《巨星科技-季报点评:北美房地产市场增长带动行业需求,多因素共同促使公司成本降低》2022-10-25
- 《巨星科技-半年报点评:收入稳健增长,成本端持续下降,搬迁费季度错位不改上行趋势》2022-09-04

内容目录

1. 公司简介	4
2. 工具市场	8
2.1. 工具行业：欧美地区占据主导	8
2.2. 库存逐步消耗，降息通道打开，工具行业有望迎来复苏	10
3. 公司：三大优势构建护城河	12
3.1. 品牌优势	12
3.2. 渠道优势	14
3.3. 全球化优势	15
4. 盈利预测	16
5. 风险提示	17

图表目录

图 1：公司中国杭州总部大楼	4
图 2：公司股权分布（截止 2024/12/26）	4
图 3：公司大事记及营收、利润增速	5
图 4：公司毛利率与净利率变化	5
图 5：公司营收（按产品）	6
图 6：公司 2024H1 营收分类	6
图 7：公司营收（按区域）	6
图 8：公司按区域毛利率变化	6
图 9：公司费用率	7
图 10：公司盈利能力	7
图 11：公司货币资金	7
图 12：公司现金满足投资比例	7
图 13：工具行业市场规模	8
图 14：工具行业细分占比（2023 年）	8
图 15：史丹利百得营收划分（按区域，2023 年）	9
图 16：工具行业按地区划分（2023）	9
图 17：史丹利百得营收按下游划分（2023 年）	9
图 18：手工具市场规模	9
图 19：电动工具市场规模	9
图 20：2021 年手工具市场格局	10
图 21：2022 年电动工具市场格局	10
图 22：家得宝存货及销售同比	11
图 23：劳氏存货及销售同比	11
图 24：美国成屋销售与工具销售关系（左为美国成屋销售）	11
图 25：美国杠杆率	11
图 26：美国地产销售与房贷利率高度负相关	11

图 27: 工具类公司市值与美国地产关联 (左侧销量单位为万台; 右侧市值单位亿元, 图中创科实业为十亿元)	12
图 28: 公司 OBM 及 ODM 收入 (亿元)	12
图 29: 公司 OBM 及 ODM 毛利率	12
图 30: 电动工具品牌图谱	13
图 31: 巨星科技品牌矩阵	14
图 32: 2018-2023 年巨星科技前五大客户占年度销售总额比例情况 (%)	15
图 33: 公司全球化布局	16
表 1: 公司分红策略	8
表 2: 公司收购品牌	14
表 3: 公司各品牌独立站	15
表 4: 公司业绩拆分	16

1. 公司简介

作为一家专业从事电动工具、中高档手工具等工具五金产品开发、生产和销售的企业，巨星科技是亚洲最大、世界排名前六名的手工具企业，也是国内五金加工行业规模最大、技术最高和渠道优势最强的龙头企业之一。

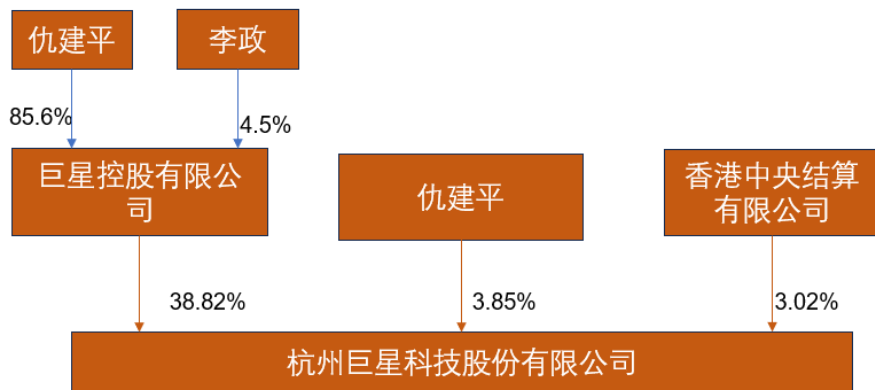
图 1：公司中国杭州总部大楼



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司股权结构集中，公司实际控制人为仇建平先生。截止 2024 年 9 月 30 日，仇建平先生共持有 37.25% 的股权。巨星科技最大股东为巨星控股集团有限公司，持股比例 38.56%，仇建平先生持有巨星控股集团 85.60% 的股份，为公司最终控制人和实际受益人。

图 2：公司股权分布（截止 2024/12/26）



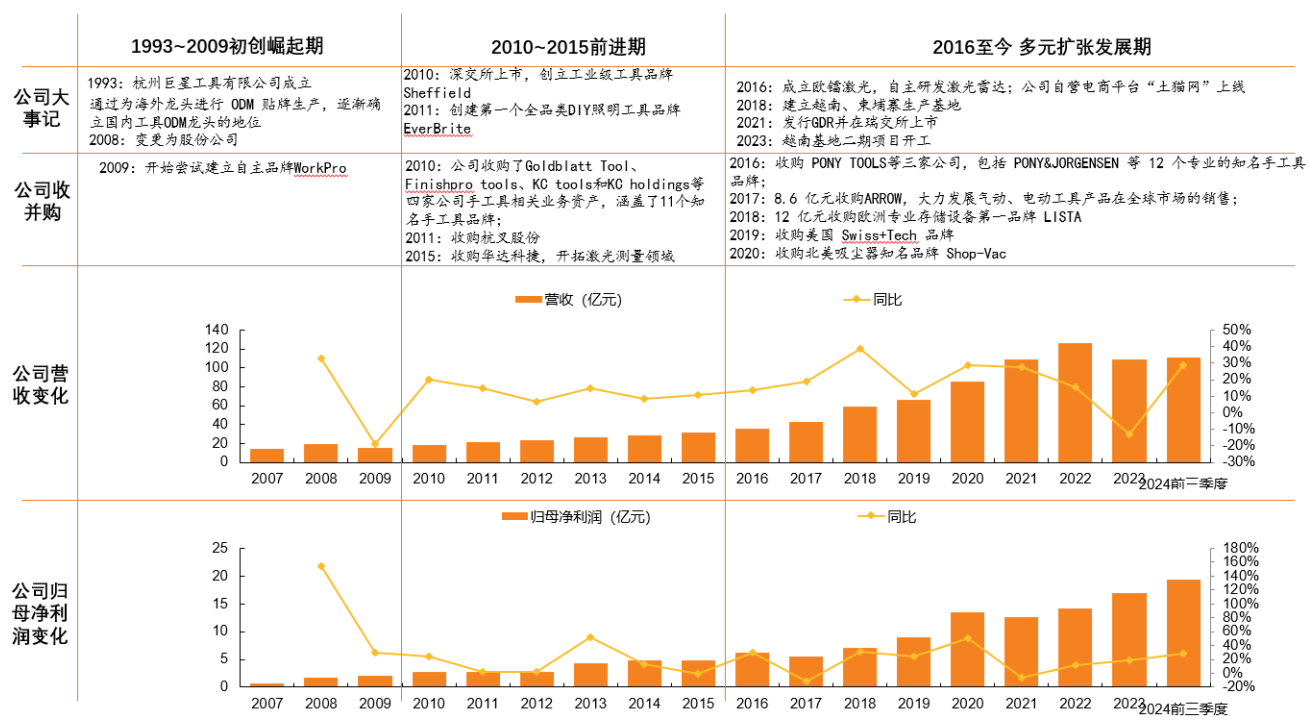
资料来源：《关于公司实际控制人减持股份计划实施完成的公告》，WIND，天风证券研究所

公司成立于 1993 年，于 2010 年 7 月在深圳证券交易所上市，历经三个发展历程。
 初创崛起阶段（1993-2009）：1993 年公司成立，专注于生产钟表螺丝批等简单的工具。随后公司通过为海外龙头进行 ODM 贴牌生产，逐渐确立国内工具 ODM 龙头的地位。
 探索前进阶段（2010-2015）：公司 2009 年开始尝试建立自主品牌 WorkPro，开启 OBM 转型；2010 年，公司收购了 Goldblatt Tool、Finishpro tools、KC tools 和 KC holdings 四家公司手工具相关业务资产，涵盖了 11 个知名手工具品牌。
 多元扩张发展阶段（2016-）：大规模收并购整合，开启品类多元扩张及全球化布局。

上市以来，公司营收不断攀升，除 2009 年及 2023 年以外营收均有增长。在初创崛起期（选取其中 2007~2009）/前后期/多元发展期营收复合增速分别为 3.7%/11%/17.2%；而归母净利润则在 2015、2017、2021 年出现下滑，在初创崛起期（选取其中 2007~2009）/前后期/多元发展期归母净利润复合增速分别为 81.9%/12.4%/15.4%。

根据公司业绩预告，公司 2024 年全年营收增速超 35%。2024 年北美工具消费复苏，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。2024 年全年实现归母净利润 22.84~25.37 亿元，同比+35%~50%。

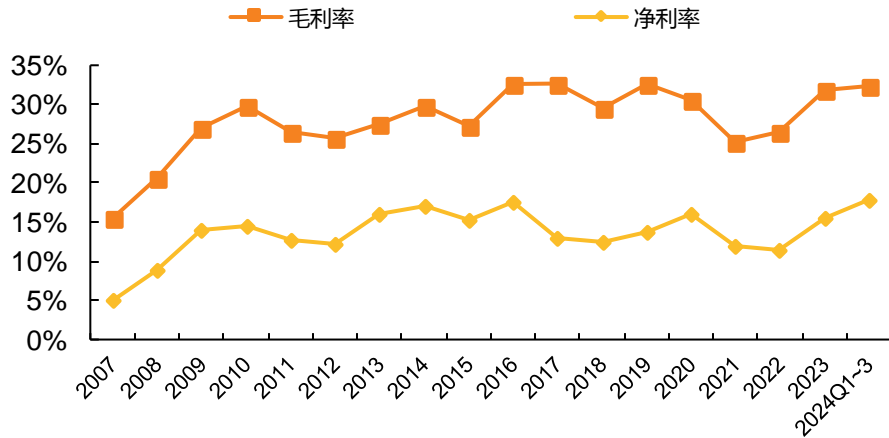
图 3：公司大事记及营收、利润增速



资料来源：公司公告，WIND 等，天风证券研究所

而关注公司盈利能力端的表现，可以明显看出公司毛利率在前后期毛利率明显高于崛起期毛利率；而进入多元扩张期后，公司毛利率更上一层台阶；2019 年后随关税提升导致毛利率出现较大幅度下降。公司净利率与毛利率走势基本相同。

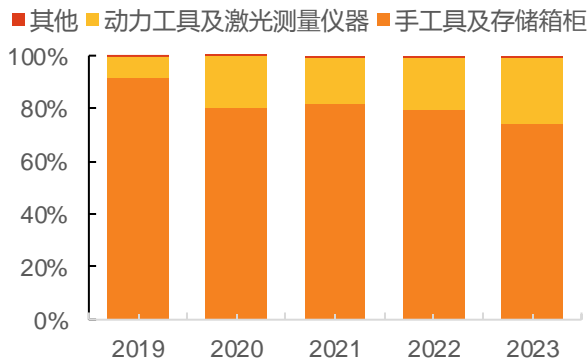
图 4：公司毛利率与净利率变化



资料来源: WIND, 天风证券研究所

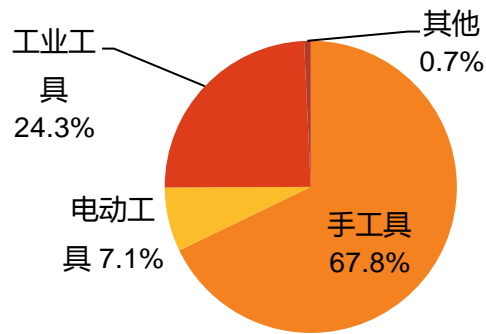
公司传统产品区分方式为手工具及存储箱柜、动力工具&激光测量仪器&储能工具。近几年公司动力工具及激光测量仪器占比不断提高, 2023 年占比达 25.6%。2024H1 公司改变了统计方式, 分产品为手工具、电动工具、工业工具, 占比分别为 67.84%/7.09%/24.33%。毛利率方面, 2024H1 公司手工具/电动工具/工业工具毛利率分别为 32%/26.81%/34.64%, 同比+2.63/+8.12/-0.48pct。

图 5: 公司营收 (按产品)



资料来源: WIND,天风证券研究所

图 6: 公司 2024H1 营收分类

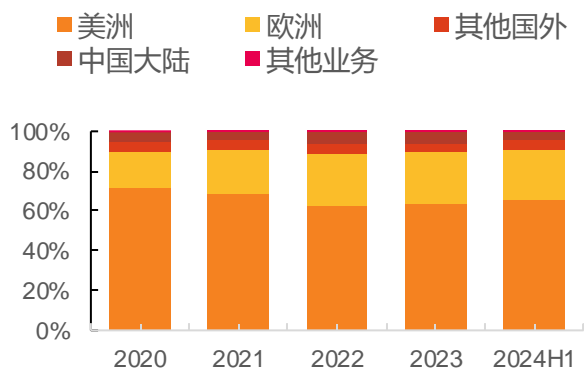


资料来源: WIND,天风证券研究所

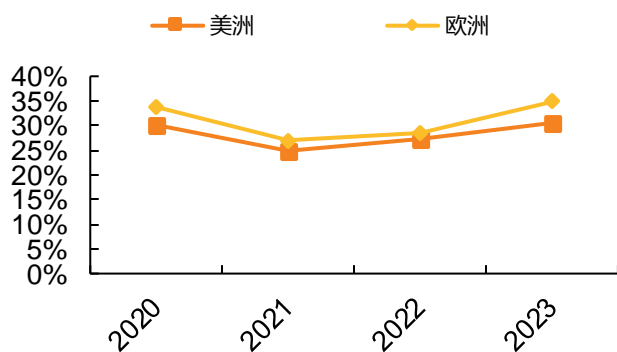
地区来看, 欧美为公司主要销售区域, 其中美洲营收占公司总营收一半以上。公司在国内销售占比较低, 近 5 年占比均在 6%以下。公司产品主要出口海外市场, 其中欧美为主战场, 细分来看, 美国地区占比更高, 2024H1 占比 65.4%, 近几年表现基本稳定; 而欧洲为公司第二大销售区域, 占比 25.6%。毛利率方面欧洲地区毛利率略高于美洲地区。

图 7: 公司营收 (按区域)

图 8: 公司按区域毛利率变化



资料来源: WIND, 天风证券研究所



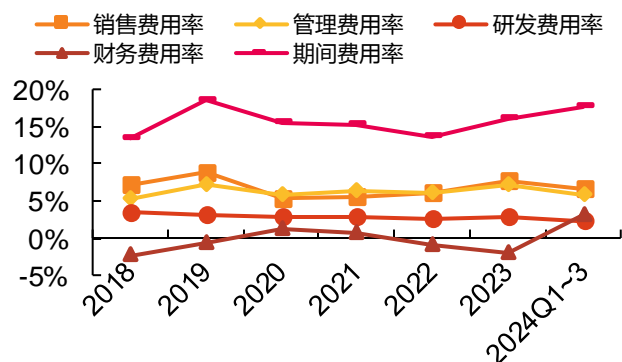
资料来源: WIND, 天风证券研究所

公司费用率总体较为稳定。2023 年期间费用率提高原因系营收下滑基数提高, 导致管理及销售费用率被动增加所致; 而 2024 年前三季度持续提升, 系财务费用变动较大影响。

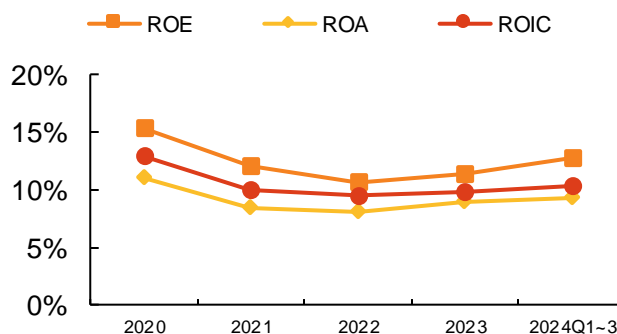
公司盈利能力较为稳定, 主要指标近 3 年稳中有增。2024 前三季度公司 ROE/ROA/ROIC 分别为 12.8%/9.3%/10.3%, 其中 ROE 自 2022 年以来不提升, 公司盈利能力逐渐增强。ROA\ROIC 相对稳定。

图 9: 公司费用率

图 10: 公司盈利能力



资料来源: WIND, 天风证券研究所

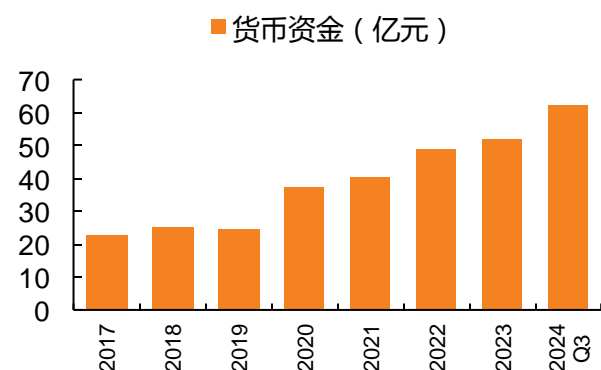


资料来源: WIND, 天风证券研究所

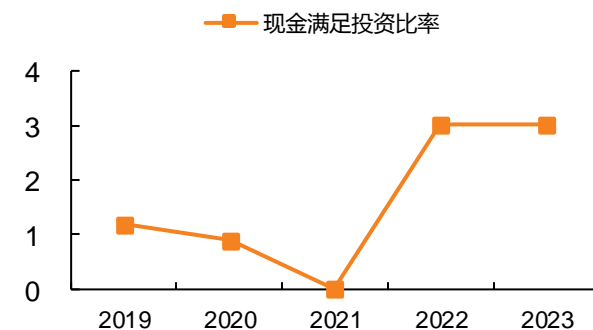
公司现金充裕, 能够进行足够的资本开支/分红。公司目前在手货币资金 62.4 亿元, 此外, 公司近两年现金满足投资比率均高于 3。公司有足够的能力扩大资本开支同时加大反馈股东权益。

图 11: 公司货币资金

图 12: 公司现金满足投资比例



资料来源: WIND, 天风证券研究所



资料来源: WIND, 天风证券研究所

公司从分红、回购注销等层面积极维护投资者权益。2023~2024 年，公司累计分红达 11.22 亿元，其中在 2024 年进行三次分红，积极回馈投资者。此外，公司发布公告，前期用于员工持股计划及发行可转债的股票已完成注销。

表 1：公司分红策略

除权除息日	分红力度
2023 年 6 月 1 日	向全体股东每 10 股派发现金红利 1.66 元(含税)，分红总额为 1.98 亿元。
2023 年 12 月 7 日	向全体股东每 10 股派发现金红利 1 元(含税)，分红总额为 2.09 亿元。
2024 年 6 月 13 日	向全体股东每 10 股派发现金红利 1.75 元(含税)，分红总额为 1.19 亿元。
2024 年 9 月 27 日	向全体股东每 10 股派发现金红利 2.5 元(含税)，分红总额预计为 2.98 亿元。
2024 年 10 月 31 日(预案公告日)	向全体股东每 10 股派发现金红利 2.5 元(含税)，分红总额预计为 2.98 亿元。

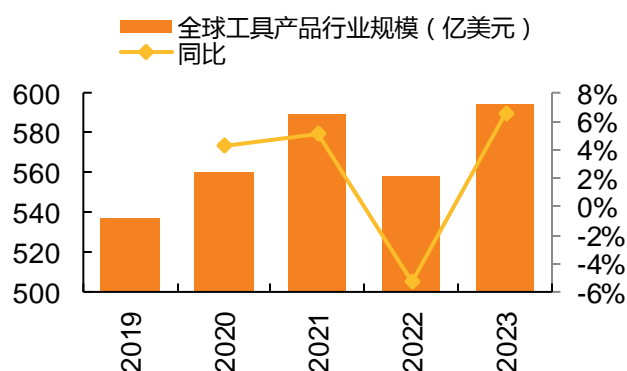
资料来源：WIND，天风证券研究所

2. 工具市场

2.1. 工具行业：欧美地区占据主导

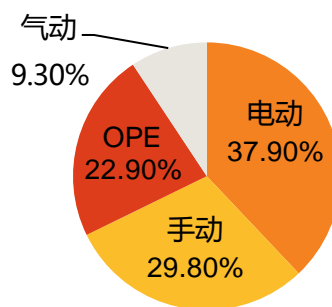
工具作为人类生产制造各类用品和商品的必要助力，规模一直不断稳定上升并且越来越细化。得益于产品刚需和更换周期稳定等特性，工业工具行业规模增速一直较为稳定。根据艾瑞咨询，自 2019 年以来全球工具产品保持 500 亿美元以上规模，2019-2023 年均增幅为 2.5%，其中 2022 年受欧美市场高通胀和美联储持续加息收窄流动性的影响，消费者对于高单价耐用用品的需求被压制，使得行业规模出现阶段性下滑，随后逐步恢复。从品类维度来看，2023 年电动产品占比最高，达 37.9%，其次分别为手动产品、OPE 产品及气动产品。

图 13：工具行业市场规模



资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

图 14：工具行业细分占比（2023 年）



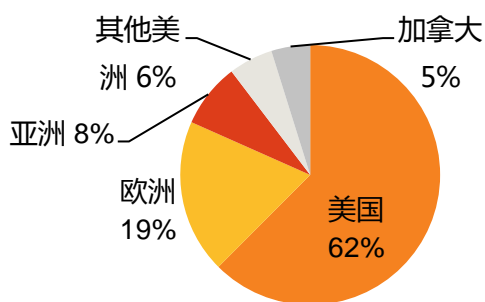
资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

多因素导致欧美为手工具主要市场：

- 1) 欧美劳动力成本相对较高，居民更乐于自行开展房屋及其附属建筑的维修维护工作，由此产生了著名的欧美 DIY 文化；
- 2) 欧美家庭保有大量的汽车，汽车日常维修维护包括车辆部件的检查和更换等也是欧美 DIY 的重要组成部分。

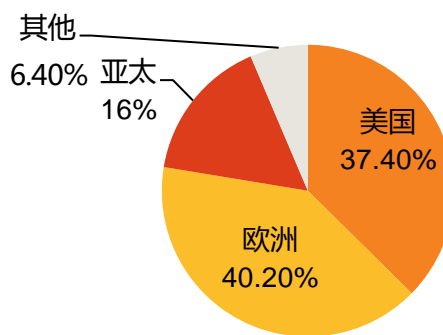
因此，从史丹利百得的年报中我们可以看出，美国和欧洲在工具方面的需求更高，2023 年美国/欧洲/亚洲占比分别为 62%/19%/8%。根据艾瑞咨询，从区域维度来看，工具行业欧洲与美国市场合计占比高达 77.6%。

图 15：史丹利百得营收划分（按区域，2023 年）



资料来源：WIND，天风证券研究所

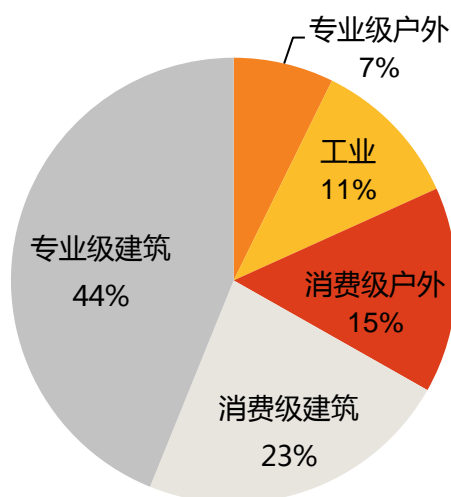
图 16：工具行业按地区划分（2023）



资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

工具行业主要应用于家庭住宅维护、建筑工程、车辆维修养护、制造加工、绿化园艺等领域，其中家庭建筑及其相关维修维护产业是最重要也是占比最高的应用渠道。以全球工具行业龙头史丹利百得为例，其 2023 年营收拆分工业/户外/消费级建筑/专业级建筑占比分别为 11%/22%/23%/44%。由于史丹利百得大部分销售在欧美地区，我们认为在欧美电动工具与手工具同为地产后周期行业。

图 17：史丹利百得营收按下游划分（2023 年）

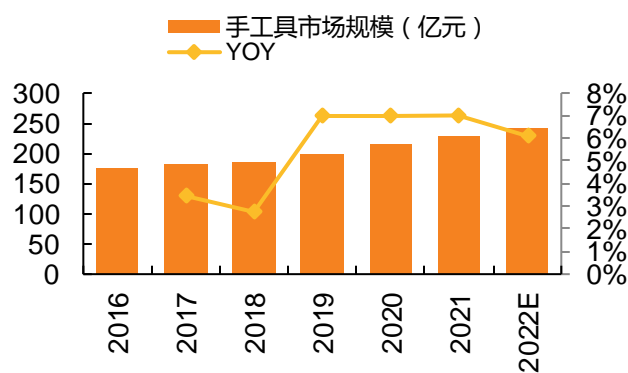


资料来源：史丹利百得 2023presentation，天风证券研究所

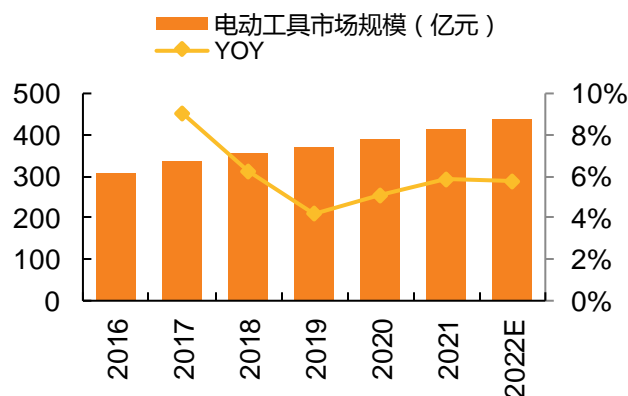
受汽车工业、基建扩张以及建筑改造等影响，手工具行业下游需求高涨。同时，手工具厂商聚焦研发耐用性更强、工作效率更高、种类更细分的新产品，带动市场整体需求增长。据华经产业网预计，2016 年全球手工具市场为 176 亿美元，并将于 2022 年达到 241 亿美元。而电动工具市场增速稳定。据华经产业网预计，2016-2022 年，电动工具市场将由 309 亿美元增至 439 亿美元。随着锂电电池和电机的持续升级，在中低强度应用领域，以锂电等为主要供能方式的无绳电动工具在能源供给方面的限制逐渐消失，而其灵活便携、使用半径长、应用场景丰富等优点得以凸显，故越来越受到消费者的青睐。

图 18：手工具市场规模

图 19：电动工具市场规模



资料来源：华经情报网，天风证券研究所



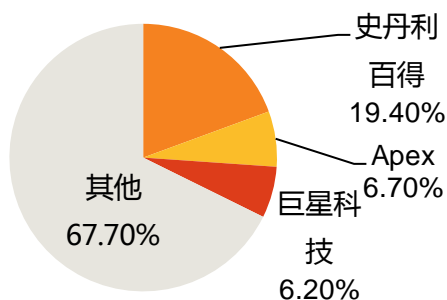
资料来源：华经情报网，天风证券研究所

线上线下渠道呈现差异化特征，未来线上线下渠道相融合将成为工具产品大势所趋。渠道上看，北美地区工具行业销售渠道以 Home Depot、Lowe’s、Walmart、Target 等大型商超为主，疫情背景下跨境电商等线上渠道快速发展，成为行业增长的全新着力点。目前，线上渠道以 Amazon 等综合类电商平台和 Home Depot、Lowe’s 等商超在线平台为主，成为线下渠道的有效补充。我们认为，未来线上线下渠道相融合将成为工具产品大势所趋。

竞争格局而言，手工具行业市场集中度低，行业细分化程度高，市场竞争激烈。中大型手工具厂商通过扩展工具品类、发展销售渠道实现更高的市占率，小型厂商扎根于特定品类进行竞争。2021 年全球手工具行业 CR3=32.3%，市场较为分散。

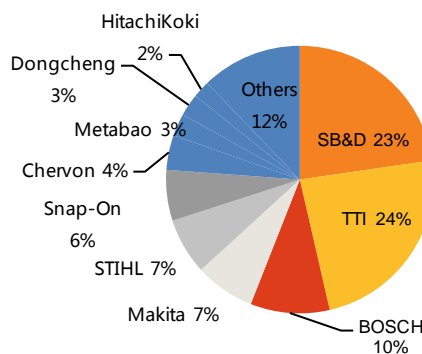
而电动工具方面，考虑到渠道建设、维护的挑战性，电动工具企业往往与渠道商合作进行全球销售。大型渠道商对供应商准入门槛要求较高，新进入者较少。因此，电动工具行业以中大型企业为主，市场集中度高。2022 年，史丹利百得、创科实业两家头部企业占据 46.41% 的市场份额，行业 CR5=70.02%。

图 20：2021 年手工具市场格局



资料来源：华经情报网，天风证券研究所

图 21：2022 年电动工具市场格局



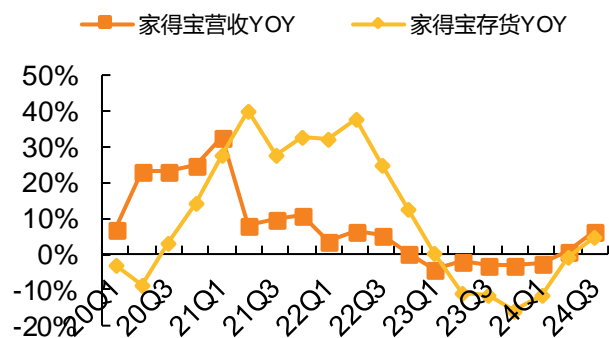
资料来源：EV TANK 公众号，天风证券研究所

2.2. 库存逐步消耗，降息通道打开，工具行业有望迎来复苏

渠道商在北美地区工具行业销售掌握较高话语权，企业订单直接受渠道商库存策略影响。在工具产业链中，渠道处于强势地位，零售商话语权较强，其在关税、海运及国际地缘关系等因素影响下会阶段性调整库存运营策略，这种调整传导至上游品牌商和制造商的出货端则体现出一定的库存周期属性，因此决定行业短期景气的核心因子则是零售商的库存水位。截至 24Q3，家得宝商品库存为 238.97 亿美元，同比+4.8%，在经历五个季度的同比下降之后实现增长；而 Q3 营收达 402 亿元，同比+6.65%，销售情况持续回暖。而劳氏在 Q3 同样销售回暖，销售及库存同比降幅收窄。我们认

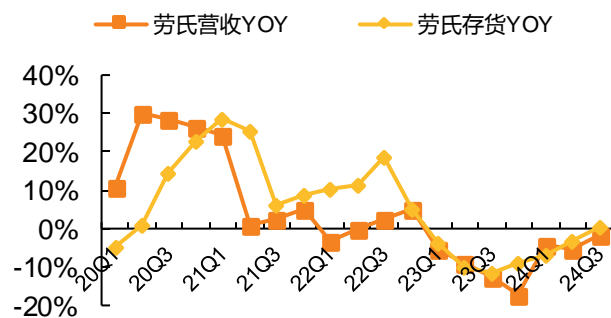
为目前渠道商销售好转，库存改善，降库存周期已经结束，工具行业进入了新一轮周期。

图 22：家得宝存货及销售同比



资料来源：WIND，天风证券研究所

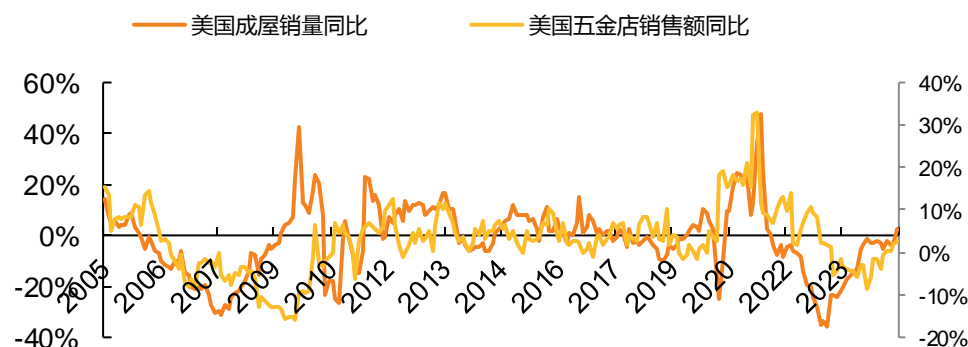
图 23：劳氏存货及销售同比



资料来源：WIND，天风证券研究所

前文我们通过下游应用了解到工具行业下游以房地产为主，通过历史数据我们可以发现，美国工具、五金及用品消费与地产高度相关。2022 年欧美地区扣除通胀因素实际工具五金消费支出下降 11.7%；2023 年工具行业持续承压。

图 24：美国成屋销售与工具销售关系（左为美国成屋销售）

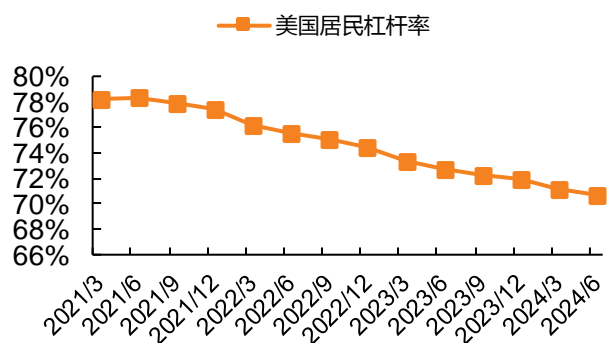


资料来源：WIND，天风证券研究所

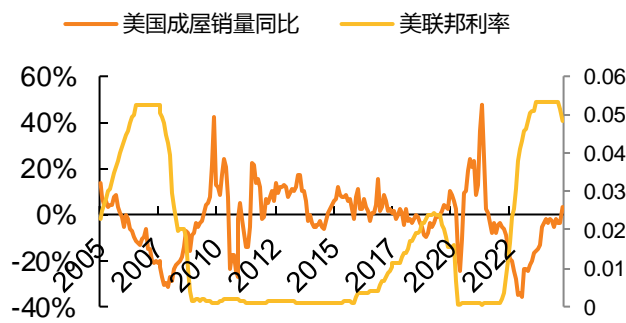
而随着降息通道的打开，我们认为工具消费将迎来新的上升周期。目前美国居民部门杠杆率处于历史低位，未来居民加杠杆能力充足。美国地产销售与房贷利率高度负相关，随着利率的降低，成屋销售已出现回暖。目前美联储降息通道已经打开，再融资抵押贷款锁定效应会逐步减弱，终端市场上大量被压抑的需求将随着房贷利息下降到 4% 或以下有望得到释放，在明年初有望持续迎来的需求回升。

图 25：美国杠杆率

图 26：美国地产销售与房贷利率高度负相关



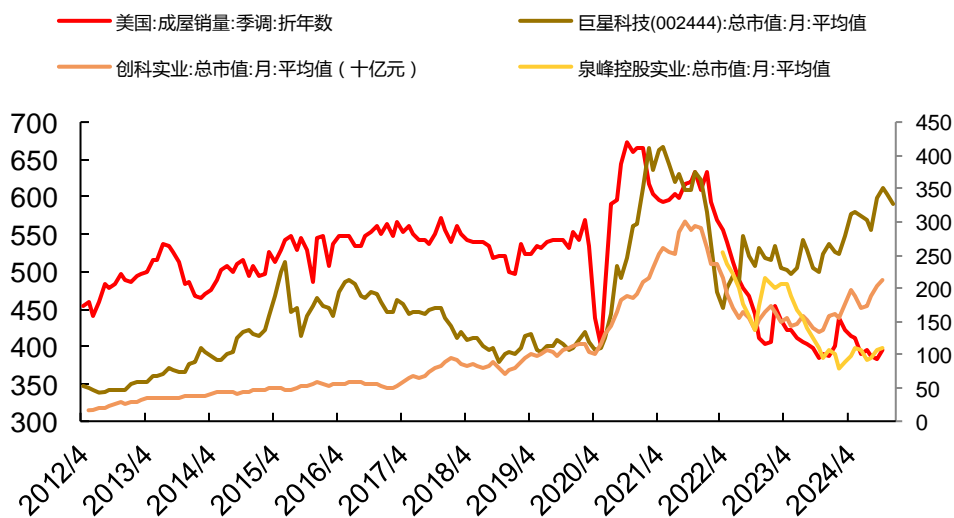
资料来源：WIND，天风证券研究所



资料来源：WIND，天风证券研究所

而我们复盘工具类上市公司股价与美国地产的关系，可以发现，工具相关公司市值与美国成屋销量呈现正相关性，上升及下降趋势及时间基本相同。

图 27：工具类公司市值与美国地产关联（左侧销量单位为万台；右侧市值单位亿元，图中创科实业为十亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

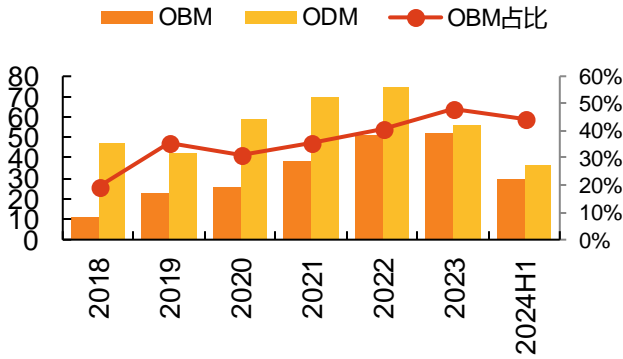
3. 公司：三大优势构建护城河

3.1. 品牌优势

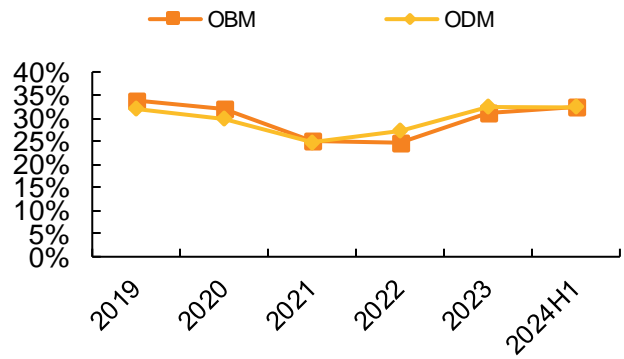
长期致力于自有品牌打造发展，OBM 比例不断提升。公司产品主要面向家庭及专业人士，自有品牌是向客户长期提供产品服务的最有效保障，公司自有品牌占总营收比由 2018 年的 19.39% 增至 2023 年的 48%。毛利率方面，OBM 和 ODM 方式则较为稳定。

图 28：公司 OBM 及 ODM 收入（亿元）

图 29：公司 OBM 及 ODM 毛利率



资料来源：公司年报，天风证券研究所



资料来源：公司年报，天风证券研究所

工具行业公司多数通过并购拥有多品牌，在各个价位段布局。多品牌战略对大企业而言，既可以通过母品牌在保障品牌主张、品牌调性、价值观、发展愿景等层面的一致性，又可以通过子品牌更精准、更充分地挖掘细分品类市场，与细分消费者建立更密切、更有效的沟通，精准获客，从而打造多垂类增长曲线，实现企业多元、强劲的发展。目前商业环境正在迅速变化，并购已成为常态，大多数工具品牌都隶属于拥有其他动力工具制造商和品牌的母公司。

图 30：电动工具品牌图谱



资料来源：protoolreviews 官网，天风证券研究所

公司自主品牌培育+外延并购开拓产品渠道新路径。除去公司自身品牌孕育，公司通过收购开拓市场。其主要目的分为两种：1) 对于新进业务可通过 OBM 模式直接参与市场竞争。如动力工具，市场份额集中于少数龙头公司及区域性专用动力工具品牌公司，而作为公司主要客户的大型商超更多采取国际品牌许可经营而非自有品牌的方式销售动力工具，公司难以通过传统 OEM 到 ODM 路径发展动力工具业务。疫情期间，公司通过收购 BeA, Shop-Vac 等被迫破产的专用动力工具品牌，直接以 OBM 模式进入动力工具领域。2) 公司借助 Arrow, Lista 等本土品牌的收购实现经销商和物流服务网络的整合，完善产品链，并借助原品牌客群深耕新地区市场。

表 2：公司收购品牌

年份	公司名称	涉及业务	购买日	购买日至当期期末收入(亿元)	购买日至当期期末利润(亿元)
2015	华达科捷	激光测量工具	2015/8/17	0.63	0.06
2016	PRIM' TOOLS	激光扫平仪	2016/12/16	0.14	0.03
2017	Arrow	手工具、电动工具	2017/7/1	2.64	0.48
2018	Lista	专业工作存储解决方案	2018/7/1	4.34	0.47
2019	Prime Line	门窗可替换五金件	2019/2/28	4.6	-0.01
2020	Swiss+Tech	微型多功能工具			
	Shop-Vac	吸尘器	2021/3/5		
	Geelong	工具箱柜	2021/7/2	6.31	0.01
	SK	高端汽修工具	2021/5/25		
2021	BeA	专业级动力紧固工具	2021/6/1	11.24	-0.02
2024	TESA	高精度测量工具	2024/2/1	1.56 (至 24H1)	0.97 (至 24H1)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

目前，巨星科技旗下有 17 个工具行业品牌，涵盖手动工具、电动工具、气动紧固工具、激光测量工具、激光雷达、箱柜存储设备、工业吸尘器、劳防用品等领域。

图 31：巨星科技品牌矩阵



资料来源：公司官网，天风证券研究所

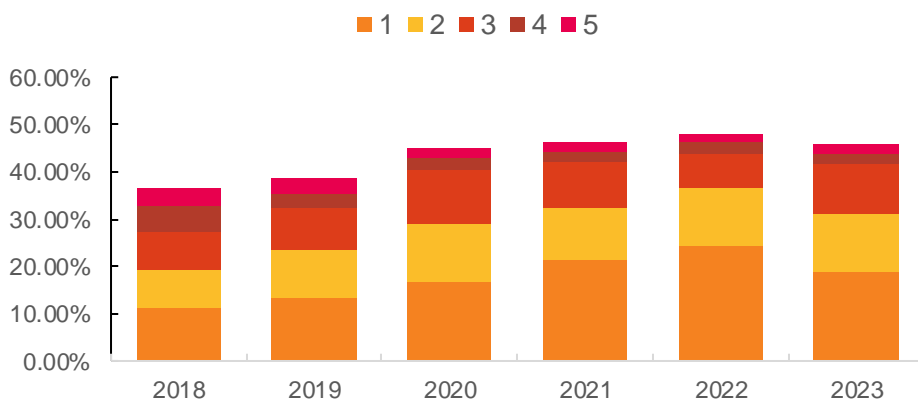
3.2. 渠道优势

公司多渠道销售，拥有多个子品牌。公司的自有品牌包括 Arrow、Lista、Prime-Line、Workpro 等，在欧美当地具有较高的知名度。国内市场方面，公司在天猫、京东已开设多个旗舰店，包括天猫网旗舰店、巨星五金专营店、钢盾旗舰店、万克宝京东自营旗舰店、钢盾工具京东自营旗舰店。

积极开展全方位渠道布局：1) 大型连锁商超：公司已成为美国 Home Depot、Walmart、Lowe's，欧洲 Kingfisher，加拿大 CTC 等多家大型连锁超市最大的工具和储物柜供应商之一，于 2023 年分别获 Home Depot “年度最佳供应商”和 Lowe's “年度供应商合作伙伴”；2) 本土中小型分销商：目前已有两万家以上的大型五金、建材、汽配等连锁超市同时销售公司的各类产品；3) 跨境电商：与亚马逊、EBAY、速卖通等第三方平台合作，跨境电商直营已成为公司除传统大型连锁超市外

最重要的销售渠道。2024 年，巨星科技荣获亚马逊“年度商采创赢品牌(巨星 WORKPRO)”奖项；4) 国内电商：搭建垂直电商平台土猫网，世达、史丹利、钢盾、博世等国内外知名工具行业品牌入驻，同时与天猫、京东等国内第三方平台合作。公司前五大客户占比稳定，2020 年以来稳定在 45% 以上。

图 32：2018-2023 年巨星科技前五大客户占年度销售总额比例情况 (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

此外，巨星科技通过强化 DTC (Direct To Consumer) 渠道，包括直营跨境电商平台、收购欧美分销渠道以及建立亚太经销网络，有效提升了直接面向消费者的业务比重。在主流电商平台如亚马逊之外，其旗下的 15 个品牌大部分都建立了独立站，这些独立站的盈利模式相较于传统平台模式显示出更高的效益。通过这些独立站，巨星科技能够更直接地控制品牌形象和客户体验，同时收集宝贵的消费者数据，为产品创新和市场策略提供支持。

表 3：公司各品牌独立站

	独立站	销售内容	主营国家
ARROW	arrowfastener.com	手动电动工具	美国
SK	sktools.com	手动工具	美国
Shop-Vac	shopvac.com	吸尘器	美国
BeA	shop.bea-group.com	自动化、工业、专业工匠	德国
LISTA	lista.com	车间和仓库家具	奥地利
Goldblatt	goldblattusa.com	建筑工具	美国
WORKPRO	workprotools.store	手动电动工具	美国
PONYJORGENSEN	ponyjorgensen.com	手动工具	美国
PREXISO	prexiso.com	激光测量工具	美国
OLEI 欧镭激光	ole-systems.com	仅做产品展示	美国
SWISS+TECH	swisstechtools.com	多功能工具	美国
Scruffs	scruffs.com	工作服、安全鞋	英国
SHEFFIELD 钢盾	sheffieldtools.cn	机工类工具、汽保机修专用工具等	中国

资料来源：雨果网公众号，公司官网，similarweb，天风证券研究所

3.3. 全球化优势

公司已建立全球化的生产制造基地以抵抗关税影响并保证全球供应。目前美国是公司的最大单一市场，公司向美国出口的绝大部分产品依然被征收 25% 的关税。公司经过多年的发展，初步建立和完善了全球化的供应链管理体系，与全球数千家供应商建立了良好的合作关系，确保公司不局限于自

身产能情况，可以快速响应市场需求并完成各类大额订单的及时交付。依托中美欧三地完善的仓储物流配送体系以及全球 23 处生产制造基地公司可以做到全球采购、全球制造、全球分发。

图 33：公司全球化布局



资料来源：公司官网，天风证券研究所

4. 盈利预测

由于公司 2024H1 开始对报表科目做出调整，尚未进行追溯，因此我们仍按 2023 年拆分方式进行计算：

- 1) 预计公司手工具和存储箱柜随公司东南亚产能不断释放、产能瓶颈得以突破以及下游需求回暖，保持较高增速，预计 24~26 年营收增速分别为 36%/21%/18%，毛利率分别为 36.09%/36.54%/36.85%；
- 2) 预计公司由于基数较低，动力工具保持较高增速，激光探测器则保持稳定。预计营收增速分别为 35%/26%/21%，毛利率分别为 21.62%/23.58%/25.63%。

表 4：公司业绩拆分

	2023	2024E	2025E	2026E
合计				
收入（亿元）	109.30	148.94	182.96	216.69
yoy	-13%	36%	23%	18%
毛利率	31.9%	32.6%	33.5%	34.1%
手工具及存储箱柜				
收入（亿元）	80.66	109.57	133.01	156.60
yoy	-19%	36%	21%	18%
毛利率	35.30%	36.09%	36.54%	36.85%
动力工具及激光测量仪器				
收入（亿元）	27.99	38.07	47.95	58.09
yoy	10%	35%	26%	21%
毛利率	21.24%	21.62%	23.58%	25.63%

资料来源：WIND，天风证券研究所

维持公司“买入”评级。预计公司 24~26 年归母净利润分别为 24.1/29.5/35.1 亿元，同比

+43%/22%/19%，对应 PE16/13/11X。

5. 风险提示

- 1、汇率波动风险：国内主要企业营业收入基本来自于境外市场，订单大部分以美元计价，人民币对美元汇率波动直接影响产品的价格竞争力，从而对企业经营业绩产生影响。
- 2、宏观经济景气度风险：行业主要下游为家庭建筑装修，与宏观经济景气度密切相关，若美国降息预期转弱，或将影响行业销售情况。
- 3、贸易摩擦风险：国内主要企业工具产品多出口欧美，大多数产品出口美国会被征收 25% 关税，关税政策、贸易摩擦等因素将影响行业盈利能力。
- 4、业绩预告失真风险：文中业绩预告数据仅为初步核算结果，请以公司正式财报数据为准。
- 5、与核心客户渠道合作风险：若公司与核心客户合作受某些未知因素影响导致订单减少，或对公司业绩产生影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,863.21	5,178.73	3,462.26	5,137.35	4,224.47	营业收入	12,610.19	10,929.99	14,893.79	18,296.02	21,668.92
应收票据及应收账款	1,915.45	2,120.35	3,671.68	3,951.66	5,678.97	营业成本	9,266.92	7,454.12	10,031.66	12,174.11	14,278.78
预付账款	128.25	103.52	230.87	242.57	392.04	营业税金及附加	47.33	43.71	54.91	69.76	83.06
存货	2,812.57	2,569.30	5,233.10	4,911.99	7,780.25	销售费用	757.23	851.28	997.88	1,189.24	1,386.81
其他	587.34	584.52	634.77	659.67	712.24	管理费用	760.96	776.18	893.63	1,088.61	1,278.47
流动资产合计	10,306.83	10,556.42	13,232.67	14,903.25	18,787.98	研发费用	319.44	322.54	372.34	457.40	541.72
长期股权投资	2,544.52	2,950.57	2,950.57	2,950.57	2,950.57	财务费用	(110.86)	(207.50)	81.70	121.84	150.92
固定资产	1,518.90	1,726.81	1,723.89	1,715.11	1,699.55	资产/信用减值损失	(42.21)	(28.38)	(45.00)	(45.00)	(45.00)
在建工程	304.60	270.20	333.18	389.86	440.88	公允价值变动收益	(50.58)	50.18	17.35	20.00	20.00
无形资产	712.80	887.95	940.59	988.23	1,030.87	投资净收益	176.93	241.29	450.00	350.00	250.00
其他	3,191.90	3,291.85	3,472.14	3,558.67	3,608.67	其他	(202.05)	(570.17)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	8,272.73	9,127.38	9,420.38	9,602.45	9,730.54	营业利润	1,687.07	1,996.74	2,884.01	3,520.05	4,174.17
资产总计	18,579.55	19,683.80	22,653.06	24,505.70	28,518.53	营业外收入	1.18	2.83	2.83	2.83	2.83
短期借款	1,379.06	1,103.25	900.00	700.00	500.00	营业外支出	20.98	10.86	10.86	10.86	10.86
应付票据及应付账款	1,387.97	1,585.30	2,873.22	2,875.67	4,263.72	利润总额	1,667.27	1,988.71	2,875.98	3,512.02	4,166.14
其他	842.67	1,396.93	1,866.84	1,748.97	2,088.55	所得税	222.63	294.00	431.40	526.80	624.92
流动负债合计	3,609.70	4,085.47	5,640.05	5,324.64	6,852.27	净利润	1,444.64	1,694.71	2,444.59	2,985.22	3,541.22
长期借款	798.60	0.71	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	25.08	3.10	32.79	32.45	30.83
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,419.56	1,691.61	2,411.79	2,952.77	3,510.39
其他	414.82	437.84	437.84	437.84	437.84	每股收益(元)	1.19	1.42	2.02	2.47	2.94
非流动负债合计	1,213.43	438.55	437.84	437.84	437.84						
负债合计	4,955.03	4,671.23	6,077.90	5,762.48	7,290.11						
少数股东权益	226.58	164.59	187.55	210.26	231.84	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
股本	1,202.50	1,202.50	1,194.48	1,194.48	1,194.48	成长能力					
资本公积	3,950.78	3,999.89	4,035.12	4,035.12	4,035.12	营业收入	15.48%	-13.32%	36.27%	22.84%	18.44%
留存收益	8,366.28	9,650.76	11,339.02	13,405.96	15,863.23	营业利润	22.47%	18.36%	44.44%	22.05%	18.58%
其他	(121.62)	(5.17)	(181.00)	(102.60)	(96.26)	归属于母公司净利润	11.78%	19.16%	42.57%	22.43%	18.88%
股东权益合计	13,624.53	15,012.57	16,575.16	18,743.22	21,228.41	获利能力					
负债和股东权益总计	18,579.55	19,683.80	22,653.06	24,505.70	28,518.53	毛利率	26.51%	31.80%	32.65%	33.46%	34.10%
						净利率	11.26%	15.48%	16.19%	16.14%	16.20%
						ROE	10.60%	11.39%	14.72%	15.93%	16.72%
						ROIC	14.85%	14.61%	22.71%	21.83%	25.42%
						偿债能力					
						资产负债率	26.67%	23.73%	26.83%	23.51%	25.56%
						净负债率	-17.34%	-20.63%	-9.56%	-18.46%	-12.94%
						流动比率	2.75	2.49	2.35	2.80	2.74
						速动比率	2.00	1.89	1.42	1.88	1.61
						营运能力					
						应收账款周转率	6.78	5.42	5.14	4.80	4.50
						存货周转率	4.47	4.06	3.82	3.61	3.41
						总资产周转率	0.70	0.57	0.70	0.78	0.82
						每股指标(元)					
						每股收益	1.19	1.42	2.02	2.47	2.94
						每股经营现金流	1.37	1.78	-0.30	2.51	0.61
						每股净资产	11.22	12.43	13.72	15.52	17.58
						估值比率					
						市盈率	26.43	22.18	15.56	12.71	10.69
						市净率	2.80	2.53	2.29	2.02	1.79
						EV/EBITDA	9.11	9.83	10.61	8.32	7.24
						EV/EBIT	10.11	11.00	11.61	9.00	7.76

现金流量表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,444.64	1,694.71	2,411.79	2,952.77	3,510.39
折旧摊销	230.24	271.20	287.29	304.46	321.91
财务费用	(44.04)	(78.24)	81.70	121.84	150.92
投资损失	(176.93)	(241.29)	(450.00)	(350.00)	(250.00)
营运资金变动	319.34	411.23	(2,745.05)	(77.43)	(3,049.98)
其它	(141.42)	68.23	50.14	52.45	50.83
经营活动现金流	1,631.84	2,125.85	(364.11)	3,004.10	734.07
资本支出	791.20	1,147.69	600.00	500.00	450.00
长期投资	190.58	406.05	0.00	0.00	0.00
其他	(1,496.15)	(2,215.77)	(784.70)	(690.00)	(690.00)
投资活动现金流	(514.37)	(662.02)	(184.70)	(190.00)	(240.00)
债权融资	(569.05)	(211.38)	(285.66)	(321.84)	(350.92)
股权融资	1,181.21	(162.93)	(882.00)	(817.16)	(1,056.03)
其他	(1,221.91)	(857.29)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(609.75)	(1,231.60)	(1,167.65)	(1,139.00)	(1,406.95)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	507.72	232.23	(1,716.47)	1,675.09	(912.88)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com