

电动工具龙头，品牌+技术优势领先

华泰研究

2025 年 1 月 15 日 | 中国香港

首次覆盖

可选消费

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

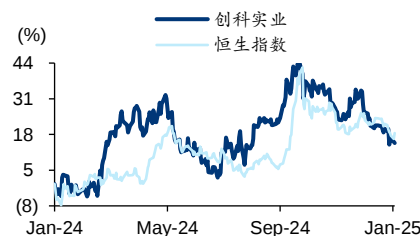
132.59

研究员	樊俊豪
SAC No. S0570524050001	fanjunhao@htsc.com
SFC No. BDO986	+(852) 3658 6000
研究员	刘思奇
SAC No. S0570523090004	liusiqi@htsc.com
SFC No. BSE590	+(86) 21 2897 2228
研究员	周衍峰
SAC No. S0570521100002	zhouyanfeng@htsc.com
	+(86) 21 2897 2228
研究员	倪正洋
SAC No. S0570522100004	nizhengyang@htsc.com
SFC No. BTM566	+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(港币)	132.59
收盘价(港币 截至 1 月 14 日)	97.25
市值(港币百万)	178,192
6 个月平均日成交额(港币百万)	463.46
52 周价格范围(港币)	80.40-122.40
BVPS(美元)	3.41

股价走势图



资料来源: S&P

首次覆盖创科实业并给予买入评级，目标价 132.59 港币（基于 2025 年 24 倍 PE）。公司是全球领先的电动工具及 OPE 龙头品牌商，旗下包括 Milwaukee、RYOBI 等知名全球化品牌，公司品牌、技术及渠道优势领先。展望未来：1) 随着海外渠道补库、降息、产品新旧更替周期的到来，2025 年公司经营有望稳步向上；2) 公司品牌+技术筑核心竞争力，同时持续开拓海外生产布局，建立全球化资源配置能力，长期看好品牌龙头出海价值。

海外降息+产品新旧更替支撑下游需求，长期看锂电化大势所趋

1) 短期逻辑：美联储降息落地，一方面有望通过带动地产销售回暖进而改善电动工具的消费需求，另一方面也有利于居民消费信心恢复，推动工具及 OPE 等耐用消费品需求回暖，补库&降息&更新需求释放共同支撑下游需求景气度。2) 长期趋势：电动工具&OPE 锂电化转型成为大势所趋，公司作为电动工具及锂电 OPE 头部企业有望持续受益。

品牌+技术筑核心竞争力，打造全球化产能布局

1) 品牌优势：公司目前旗下共有 13 个子品牌，覆盖消费者/进阶 DIY/专业/工业等多个使用领域。2) 技术优势：以代表品牌 Milwaukee 为例，其在 2005 年即前瞻性布局锂电，持续引领锂电化升级，具有多个电池平台技术。3) 渠道优势：公司自 2000 年收购 RYOBI 后，与家得宝建立了长期合作关系，并获得家得宝的倾向性资源，助力公司其他品牌的销售。4) 生产优势：公司在亚洲/欧洲/美洲等全球多区域均拥有生产基地，截至 23 年公司在国内的产值占比已经降低至 39%。公司作为行业龙头，通过全球化资源配置&产品更新迭代，有能力灵活应对潜在贸易风险，长期看好品牌龙头出海价值。

我们与市场观点不同之处

市场担忧潜在贸易摩擦，我们认为：1) 公司全球化产能布局领先，且此前经历过关税加征，通过全球化资源配置&产品更新迭代，具备应对能力；2) 公司在品牌与技术端树立竞争优势，长期仍有望受益锂电化大趋势。

盈利预测与估值

我们预计 24-26 年 EPS 分别为 0.61/0.71/0.80 美元，参考可比公司 Wind 一致预期 25 年平均 PE 为 15 倍，考虑到公司在行业内占据龙头地位，多年来盈利能力稳步提升，品牌与技术优势明显，具备全球化资源配置能力，且公司 2020 年以来 PE-TTM 均值在 27 倍，给予 25 年 24 倍目标 PE，目标价 132.59 港币（汇率 1 美元=7.7813 港币），首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：海外需求不及预期，贸易摩擦风险，原材料及海运成本上涨，大客户合作风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(美元百万)	13,254	13,731	14,655	16,053	17,438
+/-%	0.38	3.60	6.73	9.54	8.63
归属母公司净利润(美元百万)	1,077	976.34	1,125	1,293	1,473
+/-%	(1.99)	(9.36)	15.22	14.92	13.91
EPS(美元, 最新摊薄)	0.59	0.53	0.61	0.71	0.80
ROE(%)	21.70	17.83	18.57	19.23	19.68
PE(倍)	21.25	23.45	20.35	17.71	15.55
PB(倍)	4.40	3.98	3.60	3.23	2.90
EV EBITDA(倍)	2.60	2.20	1.91	1.54	1.11

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,254	13,731	14,655	16,053	17,438
销售成本	(8,041)	(8,312)	(8,866)	(9,696)	(10,515)
毛利润	5,213	5,420	5,789	6,357	6,923
销售及分销成本	(2,191)	(2,347)	(2,447)	(2,665)	(2,877)
管理费用	(1,350)	(1,406)	(1,495)	(1,621)	(1,744)
其他收入/支出	(484.34)	(548.34)	(586.21)	(642.12)	(697.53)
财务成本净额	(44.02)	(79.10)	(61.01)	(47.89)	(29.05)
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.03	0.03	0.03	0.03
税前利润	1,157	1,056	1,216	1,398	1,592
税费开支	(79.75)	(79.28)	(91.21)	(104.83)	(119.41)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	1,077	976.34	1,125	1,293	1,473
折旧和摊销	(512.86)	(633.49)	(578.34)	(631.24)	(684.15)
EBITDA	1,714	1,768	1,856	2,077	2,305
EPS (美元, 基本)	0.59	0.53	0.61	0.71	0.80

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	5,085	4,098	5,014	4,951	5,856
应收账款和票据	1,872	1,999	2,132	2,393	2,523
现金及现金等价物	1,429	953.24	1,303	1,598	2,250
其他流动资产	151.54	72.37	108.13	81.85	117.52
总流动资产	8,537	7,123	8,558	9,023	10,746
固定资产	2,086	2,311	2,379	2,413	2,411
无形资产	1,124	1,298	1,144	989.58	835.11
其他长期资产	1,569	1,670	1,835	1,983	2,113
总长期资产	4,778	5,279	5,359	5,385	5,359
总资产	13,316	12,402	13,916	14,409	16,105
应付账款	3,798	3,392	4,277	4,109	4,986
短期借款	1,953	920.15	900.15	880.15	860.15
其他负债	471.67	471.66	471.66	471.66	471.66
总流动负债	6,222	4,783	5,649	5,461	6,318
长期债务	1,764	1,765	1,760	1,755	1,750
其他长期债务	124.24	105.62	140.57	114.80	149.63
总长期负债	1,888	1,871	1,901	1,870	1,900
股本	684.71	685.39	685.39	685.39	685.39
储备/其他项目	4,521	5,062	5,681	6,392	7,202
股东权益	5,205	5,748	6,366	7,077	7,887
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	5,205	5,748	6,366	7,077	7,887

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	21.25	23.45	20.35	17.71	15.55
PB	4.40	3.98	3.60	3.23	2.90
EV EBITDA	2.60	2.20	1.91	1.54	1.11
股息率 (%)	2.01	1.91	2.21	2.54	2.89
自由现金流收益率 (%)	2.02	5.64	3.94	4.24	5.82

资料来源：公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (美元百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	1,714	1,768	1,856	2,077	2,305
融资成本	44.02	79.10	61.01	47.89	29.05
营运资本变动	(182.27)	482.99	(199.48)	(339.15)	(194.06)
税费	(79.75)	(79.28)	(91.21)	(104.83)	(119.41)
其他	(262.67)	(147.15)	(61.04)	(47.91)	(29.08)
经营活动现金流	1,233	2,104	1,565	1,633	1,992
CAPEX	(985.87)	(874.16)	(657.77)	(657.77)	(657.77)
其他投资活动	66.64	95.38	34.95	(25.77)	34.83
投资活动现金流	(919.23)	(778.78)	(622.82)	(683.54)	(622.94)
债务增加量	(129.89)	(1,199)	(25.00)	(25.00)	(25.00)
权益增加量	1.06	0.55	0.00	0.00	0.00
派发股息	(460.42)	(436.86)	(506.23)	(581.79)	(662.72)
其他融资活动现金流	(123.48)	(166.21)	(61.01)	(47.89)	(29.05)
融资活动现金流	(712.74)	(1,802)	(592.25)	(654.67)	(716.77)
现金变动	(398.87)	(476.55)	349.74	294.59	652.11
年初现金	1,874	1,429	953.24	1,303	1,598
汇率波动影响	(46.61)	0.86	0.00	0.00	0.00
年末现金	1,429	953.24	1,303	1,598	2,250

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	0.38	3.60	6.73	9.54	8.63
毛利润	1.78	3.97	6.81	9.82	8.90
营业利润	0.73	(5.86)	12.75	13.36	12.29
净利润	(1.99)	(9.36)	15.22	14.92	13.91
EPS	(1.99)	(9.36)	15.22	14.92	13.91
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	39.33	39.47	39.50	39.60	39.70
EBITDA	12.93	12.88	12.66	12.94	13.22
净利润率	8.13	7.11	7.68	8.05	8.45
ROE	21.70	17.83	18.57	19.23	19.68
ROA	8.18	7.59	8.55	9.13	9.65
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	43.95	30.14	21.32	14.67	4.57
流动比率	1.37	1.49	1.51	1.65	1.70
速动比率	0.55	0.63	0.63	0.75	0.77

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	1.01	1.07	1.11	1.13	1.14
应收账款周转天数	54.94	50.74	50.74	50.74	50.74
应付账款周转天数	175.43	155.69	155.69	155.69	155.69
存货周转天数	222.38	198.87	185.00	185.00	185.00
现金转换周期	101.90	93.92	80.05	80.05	80.05

每股指标 (美元)

EPS	0.59	0.53	0.61	0.71	0.80
每股净资产	2.84	3.14	3.47	3.86	4.30

正文目录

投资要点	6
我们与市场观点不同之处	6
创科实业：全球领先的电动工具龙头企业	7
公司速览：电动工具龙头品牌商，打造品牌矩阵兑现稳健业绩	7
财务分析：营收稳健成长，毛利率稳步提升	10
行业：需求景气度向上，锂电化升级大势所趋	13
行业概览：合计近千亿美元市场空间，市场集中程度高	13
产业链拆解：上游锂电国产化加速，下游应用领域广泛	16
上游：核心部件为三电系统，电池国产化有望加速	16
下游：应用领域广泛，需求与住房市场正相关	17
行业趋势：需求景气向上，长期看好锂电化升级趋势	18
长期：锂电产品技术不断成熟，锂电化浪潮趋势明确	18
短期：美国降息+产品替换周期催化，支撑需求景气度	21
公司：品牌+技术构筑核心竞争力，打造全球化产能布局	23
品牌：强劲品牌矩阵塑造竞争壁垒	23
技术：打造领先行业的锂电平台	25
渠道：与大客户家得宝深度绑定	28
制造：积极布局全球化生产体系	29
盈利预测与估值	31
盈利预测	31
估值分析	32
风险提示	33

图表目录

图表 1：公司品牌矩阵	7
图表 2：公司发展历程及营收复盘	8
图表 3：公司股权结构（截至 2024 年中报）	9
图表 4：公司部分董事会及高管成员	9
图表 5：公司营业收入及同比增速	10
图表 6：公司归母净利润及同比增速	10
图表 7：公司分产品营收结构	10
图表 8：公司 24H1 分地区营收结构	10
图表 9：公司毛利率及归母净利率	11
图表 10：公司各项费用率	11
图表 11：公司存货周转天数及应收账款周转天数	11
图表 12：公司经营现金流净额	11

图表 13: 公司分红情况	12
图表 14: 电动工具及 OPE 分类	13
图表 15: 全球动力工具市场规模及同比增速 (按动力来源划分)	13
图表 16: 全球 OPE 市场规模及同比增速	13
图表 17: 2020 年全球电动工具竞争格局	14
图表 18: 2020 年全球电动 OPE 竞争格局	14
图表 19: 全球各区域电动工具市场规模	14
图表 20: 全球各区域 OPE 市场规模	14
图表 21: 电动工具分类 (根据专业程度)	15
图表 22: 按用户类型划分的全球电动工具市场规模	15
图表 23: 按用户类型划分的全球 OPE 市场规模	15
图表 24: 按销售渠道划分的全球电动工具市场结构	15
图表 25: 按销售渠道划分的全球 OPE 市场结构	15
图表 26: 电动工具结构及成本拆分	16
图表 27: 2020 年电动工具用锂电池市场格局	17
图表 28: 高性能 18650 圆柱电池报价 (2023 年 6 月 9 日)	17
图表 29: 高倍率 18650 圆柱电池报价 (2023 年 6 月 9 日)	17
图表 30: 电动工具产业链下游应用领域分布	17
图表 31: 美国建筑材料、园林设备及物料店销售额增速 vs 新房+成屋销售增速对比	18
图表 32: OPE 按动力类型分类	18
图表 33: 锂电 OPE 与燃油 OPE 使用成本比较	19
图表 34: 世界各国及地区对于非电动动力工具/OPE 的限制政策	19
图表 35: 全球电动工具用锂电池装机量	20
图表 36: 电动工具用锂电池成交量加权均价	20
图表 37: 全球电动工具市场结构 (按供电技术划分)	20
图表 38: 全球 OPE 市场结构 (按供电技术划分)	20
图表 39: 北美地区草坪修边器 (Lawn edger) 锂电渗透率	20
图表 40: 北美地区吹风机 (Blower) 锂电渗透率	20
图表 41: 美国建筑材料、园林设备和物料店零售库存及销售情况	21
图表 42: 电动工具总出口金额及同比增速	21
图表 43: 美国成屋+新建住房销量 (折年数)	21
图表 44: 美国成屋+新房销量与 30 年期抵押贷款利率	21
图表 45: 美国建筑材料、园林设备和物料店零售及服务销售额同比增速	22
图表 46: 公司品牌分类及简介	23
图表 47: 公司整体营收增速与 Milwaukee 销售额增速对比	24
图表 48: 公司整体毛利率与 Milwaukee 营收占比	24
图表 49: Milwaukee 产品矩阵	24
图表 50: 2020 年电动 OPE 品牌竞争格局	25
图表 51: RYOBI 产品矩阵	25
图表 52: Milwaukee 充电技术革新历程	26

图表 53: Milwaukee 主要电池平台	26
图表 54: Milwaukee 核心零部件技术	26
图表 55: 公司充电式（锂电）产品带来的网络效应	27
图表 56: 公司研发费用及研发费用率	27
图表 57: 美国动力工具市场销售渠道竞争格局	28
图表 58: 美国 OPE 市场销售渠道竞争格局	28
图表 59: 公司客户结构	28
图表 60: 各 OPE 品牌在家得宝+劳氏的份额	28
图表 61: 公司销售渠道	29
图表 62: 2020 年公司产值区域结构	29
图表 63: 2023 年公司产值区域结构	29
图表 64: 公司全球生产基地（截至 2023 年）	30
图表 65: 收入拆分及盈利预测	31
图表 66: 可比公司估值表（Wind 一致预期，截至 2024 年 1 月 14 日）	32
图表 67: 2020 年以来创科实业 PE-TTM 变动趋势	32
图表 68: 创科实业 PE-Bands	33
图表 69: 创科实业 PB-Bands	33

投资要点

公司深耕电动工具行业近 40 年，前期主要扮演 OEM 角色为海外知名品牌代工，自 90 年代末开始公司不断收购海外品牌向 OBM 转型，截至目前旗下已拥有包括 Milwaukee、RYOBI 在内的 13 个全球化品牌，涉足电动工具、OPE 及地板护理等领域。根据 Frost & Sullivan 统计，2020 年公司在全球电动工具行业和电动 OPE (Outdoor Power Equipment, 户外动力设备) 行业的市场份额均位居全球第一，市占率分别为 16.6%/20.4%。

行业层面，海外降息+产品新旧更替支撑下游需求，长期看锂电化大势所趋。短期看，行业需求有望延续回暖：1) 2023 年以来海外渠道库存逐步去化，2024 年行业迎来补库需求，当前需求景气度仍较高；2) 美联储降息落地，一方面有望通过带动地产销售回暖进而改善电动工具的消费需求，另一方面也有利于居民消费信心恢复，推动工具及 OPE 等耐用消费品需求回暖；3) 行业在 20-21 年经历需求高点，考虑到产品替换周期一般为 3-5 年，我们认为 25 年有望集中释放产品更新需求。公司作为行业龙头，具有品牌、技术、渠道、生产等核心优势，短中长期成长逻辑顺畅，有望最大程度分享行业增长红利。长期看，电动工具&OPE 锂电化转型成为大势所趋，公司作为电动工具及锂电 OPE 头部企业有望持续受益。

企业层面，品牌+技术筑核心竞争力，打造全球化产能布局。1) 品牌优势：公司目前旗下共有 13 个子品牌，覆盖消费者/进阶 DIY/专业/工业等多个使用领域。2) 技术优势：以代表品牌 Milwaukee 为例，其在 2005 年即前瞻性布局锂电，持续引领锂电化升级，具有多个电池平台技术。3) 渠道优势：公司自 2000 年收购 RYOBI 后，与家得宝建立了长期合作关系，并获得家得宝的倾向性资源，助力公司其他品牌的销售。4) 生产优势：公司在亚洲/欧洲/美洲等全球多区域均拥有生产基地，截至 23 年公司在国内的产值占比已经降低至 39%。公司作为行业龙头，通过全球化资源配置&产品更新迭代，有能力灵活应对潜在贸易风险，长期看好品牌龙头出海价值。

我们与市场观点不同之处

1) 公司 2023 年北美地区营收占比 77%，市场担忧中美潜在贸易摩擦导致公司销售情况受影响，导致业绩下滑。我们认为公司在亚洲、欧洲、美洲等全球多区域均拥有生产基地，在生产网络及供应链上体现出高度的灵活性，其中在越南已有三处工厂，位于越南胡志明的西贡高科技园区也即将建成并投入生产。我们认为未来公司产能有望继续向越南、墨西哥、美国等地拓展，以满足公司全球化、分散化、本地化生产需求，并且可在一定程度上对冲潜在国际贸易波动风险。此外，电动工具和 OPE 历史上曾经历过关税加征，从 18-19 年的关税加征力度 (7.5%-25%) 来看，行业品牌能够通过产品更新及价格提升传导关税压力，参照公司 18-20 年业绩表现，各年度收入增速分别为 15.8%/9.2%/28.0%，净利润增速分别为 17.4%/11.3%/30.2%，对业绩影响不明显。公司作为行业龙头，未来若关税加征幅度可控，公司有望通过全球化资源配置&产品更新迭代&产业链消化等做积极应对；若关税加征幅度较大，考虑到公司行业地位、全球化资源配置能力，公司对潜在贸易风险亦具备较强的应对能力，长期仍看好品牌龙头出海价值。

2) 市场担忧电动工具产品技术壁垒较低，竞争格局未来或将恶化，导致公司盈利能力承压。我们认为电动工具关键零部件 (电驱、电控和电源) 的研发和生产具备壁垒，尤其是锂电池相关技术在快速迭代之中，保持技术领先并非易事。公司旗下品牌具有多种电池技术，自 2005 年即首次在电动工具中引入锂电，并持续引领锂电化进程。此外公司还具有超级快充技术、成熟的无刷电机技术等多种技术积累，并在同电池平台内实现电池系统的通用，从而形成产品网络效应。我们认为公司多年技术积累塑造了坚实的壁垒，与下游大客户的稳定合作关系也印证了公司较强的竞争力。我们认为公司将保持在锂电技术上的优势，保持核心竞争壁垒。

创科实业：全球领先的电动工具龙头企业

公司速览：电动工具龙头品牌商，打造品牌矩阵兑现稳健业绩

电动工具领军企业，市占率位居第一。创科实业 (Techtronic Industries Co. Ltd, 简称 TTI) 于 1985 年由 Horst Julius Pudwill 和钟志平共同创立，是增长迅速且领导全球的电动工具、配件、手动工具、户外国艺工具及地板护理及清洁产品企业，专为 DIY 爱好者、普通消费者、专业人士及工业领域提供家居装修、维修、保养、建造业及基建业工具产品。公司旗下包括 Milwaukee、RYOBI 等知名全球化品牌，拥有全面的产品组合，并且在全球范围内拥有强大的产品制造及产品开发基地。根据 Frost & Sullivan 统计，2020 年公司在全球电动工具行业和电动 OPE (Outdoor Power Equipment, 户外动力设备) 行业的市场份额均位居全球第一，市占率分别为 16.6%/20.4%。

图表1：公司品牌矩阵



资料来源：公司公告，华泰研究

公司以代工起家，通过多次并购逐步完成品牌化转型，在电动工具领域深耕近 40 年，业绩保持良好增长势头。公司发展历程可分为以下五个阶段：

1985-1998 年：初期积累阶段。公司成立于 1985 年，起初主要为美国知名品牌 Craftsman 代工生产电钻等电动工具。1988 年在东莞设立首个生产设施，同年日本品牌 RYOBI 决定以入股 20% 的方式与其建立合作关系。1990 年公司在港交所上市。随着公司的生产水平不断精进，公司在这个阶段积累了一些知名客户，逐步实现 OEM (设备制造商) 向 ODM (设计制造商) 的转型。

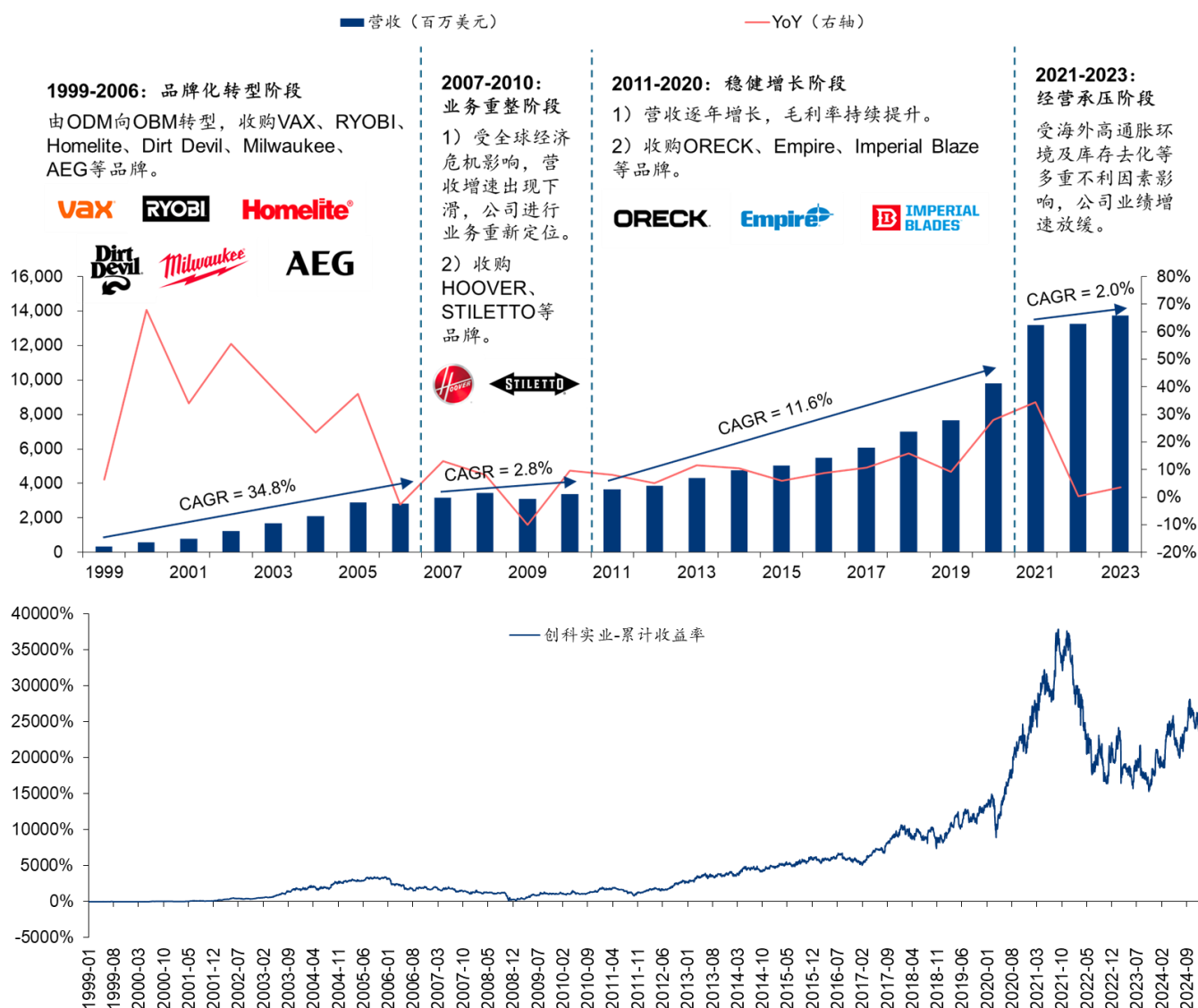
1999-2006 年：品牌化转型阶段。由于代工生产竞争激烈且利润率不高，90 年代末，公司决定开启品牌化转型之路。由于公司主要市场为海外，自行培育品牌难度较大，因此公司选择以收购海外品牌的方式转向 OBM (品牌制造商)。在本阶段，公司先后收购 VAX、RYOBI、Homelite、Milwaukee 等多个电动工具及地板护理产品品牌，并对品牌进行积极整合，完善产品矩阵。本阶段公司以扩充自有品牌为重心，收入快速提升，7 年 CAGR 达到 34.8%，整体毛利率也由 2000 年的 21.2% 增长至 2006 年的 31.6%。

2007-2010 年：业务重整阶段。受次贷危机冲击，该阶段公司营收增速下滑，3 年 CAGR 仅 2.8%。公司 2007 年 8 月公布实施策略性业务重新定位计划，决定 1) 对全球制造设施和产品开发能力进行重新调配；2) 提高在品牌弱势地区的市占率；3) 重组业务架构和资源，对各个品牌和业务进行整合，充分利用品牌间的协同效应和业务体量带来的规模效应。2008 年公司位于东莞的亚洲工业园开始运作，一定程度上降低了制造成本。本阶段公司前瞻性地推出多款锂电类电动工具，为后续公司引领电动工具锂电化转型提供基础。此外，公司还收购了 HOOVER、STILETTO 等品牌，并快速完成整合。

2011-2020 年：稳健增长阶段。本阶段公司营收逐年稳步增长，CAGR 11.6%；凭借着业绩快速增长带来的规模效应，公司毛利率也持续提升，2020 年公司毛利率 38.3%。在该阶段，公司 1) 引领电动工具锂电化浪潮，大力投资电池、马达、电子技术的研发，不断推出锂电池充电式产品；2) 持续推进品牌化，收购包括 ORECK、Empire、Imperial Blaze 等多个品牌，进一步完善产品矩阵；3) 积极拓展全球各地业务区域，截至 2020 年，公司在北美洲之外的区域（包括欧洲、澳洲、拉丁美洲等）营收占比达 22%，且在全球多地拥有生产基地。

2021-2023 年：经营承压阶段。2021 年海外降息叠加下游备库因素，公司营收出现较大提升，同比+34.6%。然而随着美联储开启加息周期、库存达到高位后进入去库阶段，公司业绩增速大幅回落，2022-2023 年公司营收 CAGR 仅 2.0%。

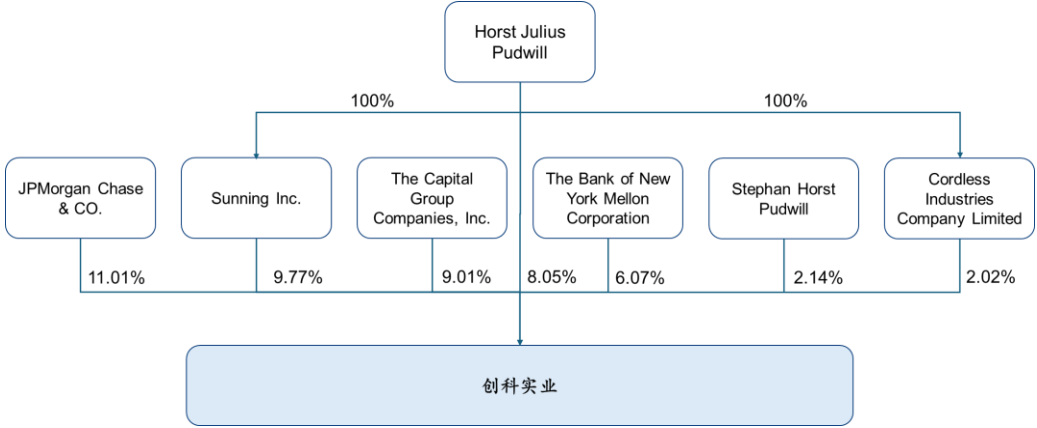
图表2：公司发展历程及营收复盘



注：1985-1998 年公司营收规模较小，在图中略去
资料来源：公司官网，公司公告，Wind，华泰研究

公司股权相对分散，结构清晰稳定。截至 2024 年 6 月 30 日，公司联合创始人 Horst Julius Pudwill 先生通过直接或间接的方式共持股 19.84%，为公司实际控股比例最高的第一大股东。其子 Stephan Horst Pudwill 先生为公司副主席、执行董事，持股 2.14%。“父子档”共同主导公司发展，股权结构稳定。

图表3：公司股权结构（截至 2024 年中报）



资料来源：企查查，公司公告，华泰研究

公司董事会及高管成员从业多年，具备丰富行业经验。公司联合创始人 Horst Julius Pudwill 任公司董事会主席，持有工程硕士学位及商业学士学位，拥有丰富的国际贸易、营运及商业经验。Steven Richman 于今年 8 月接任公司执行董事，此前他曾担任公司执行总裁、旗舰品牌 Milwaukee 业务部总裁。其余董事会及高管成员多数具有高等学历，或是行业内专家，从业经验丰富。此外，公司董事会及高管成员多元化程度高，多数来自中国以外的不同国家，教育背景涵盖商业、工程、法律等多个领域。

图表4：公司部分董事会及高管成员

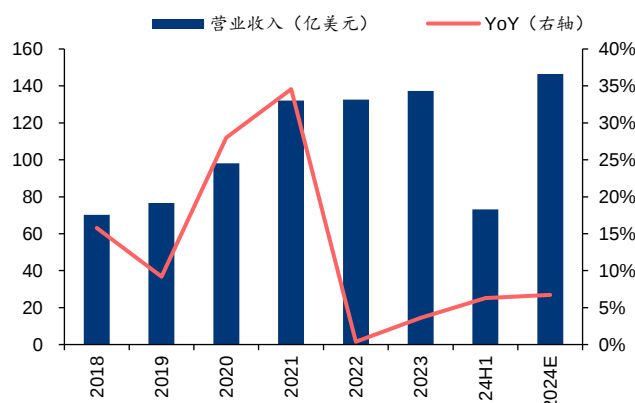
姓名	职务	任职日期	简介
Horst Julius Pudwill	董事会主席	1985-12-31	1985 年合伙创办集团起出任创科实业主席一职，亦同时兼任行政总裁至 2008 年。拥有丰富的国际贸易、营运及商业之经验。Pudwill 先生亦为 Sunning Inc 之董事。持有工程硕士学位及商业学士学位。
Stephan Horst Pudwill	副主席	2016-10-01	2004 年加入集团。Pudwill 先生于 2006 年获委任为执行董事，其后于 2016 年获委任为公司副主席。主要负责管理、改善及监察内部运作及发挥各部门间之协同效益。为 Horst Julius Pudwill 先生之儿子。
陈建华	执行董事	1990-12-31	1988 年加入集团，并于 1990 年获委任为执行董事。现时负责本集团之生产营运业务。现为东莞市外商投资企业协会之副会长，亦为中国电器工业协会电动工具分会之副理事长。
陈志聪	执行董事	1992-12-31	1991 年加入集团，并于 1992 年获委任为执行董事。现时负责本集团之企业事务及财务管理。为英国特许公认会计师公会及香港会计师公会之资深会员、英格兰及威尔特斯特许会计师公会之资深会员，并在香港拥有执业会计师资格。现为金山工业（集团）有限公司之独立非执行董事。
Camille Jojo	执行董事	2023-12-01	2015 年获委任为非执行董事，并于 2023 年调任为执行董事，并被任命为集团法务、合规及公司治理主管。在香港执业律师超过 35 年，专长于高级法院民事诉讼、仲裁及合规。1977 年毕业于卡迪夫大学法律系，1978 年在吉尔福德法律学院取得专业资格证书。
钟志平	非执行董事	2011-07-01	金紫荆星章、铜紫荆星章及太平绅士，是公司的联合创办人之一。自 1985 年起担任集团董事总经理，2007 年 4 月 18 日改任集团副主席及执行董事，2011 年 7 月 1 日调任为公司非执行董事。拥有英国华威大学工程学博士学位及澳门城市大学工商管理博士学位。现为西九文化区管理局董事局成员。
Steven Richman	执行董事	2024-08-06	毕业于美国加州大学洛杉矶分校，持有政治科学学士学位，专修商业。2007 年获公司任命为旗舰业务 Milwaukee 的总裁，任职逾 17 年。曾在 BLACK&DECKER® 及 SKIL® 与 BOSCH® Power Tools 分别担任多个管理要职及任职总裁逾五年。目前是纽约证券交易所上市公司 Traeger, Inc. 的董事会成员。

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究

财务分析：营收稳健成长，毛利率稳步提升

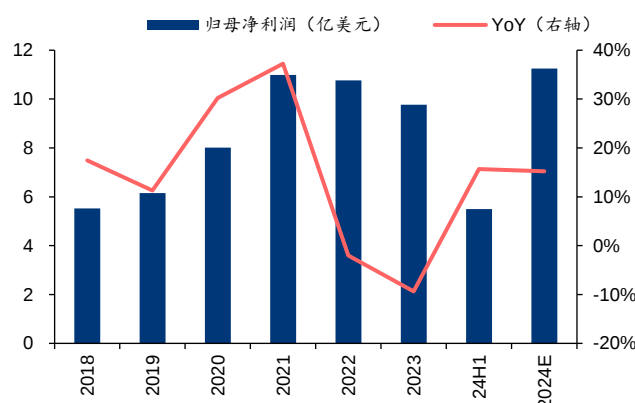
多年来，公司营收整体稳健成长，24 年以来增长提速。公司 2018-2020 年营收稳健增长，3 年 CAGR 17.4%，对应归母净利润由 5.52 亿美元增长至 8.01 亿美元，主要系公司作为行业龙头，电动工具锂电化趋势带动公司成长。2020-2021 年全球公共卫生事件带动 DIY 需求增加，低利率环境推动北美房地产市场持续繁荣，叠加短期行业备库逻辑，公司 2021 年收入出现快速增长，同比+34.6%。然而 2022-2023 年美联储为应对通胀压力开启加息周期，海外消费需求走弱，同时行业库存进入去化通道，导致公司营收增速回落，归母净利润亦出现下滑。24H1 受行业需求回暖的带动，公司业绩有所反弹，营收 73.12 亿美元，同比+6.3%；归母净利润 5.50 亿美元，同比+15.7%。

图表5：公司营业收入及同比增速



注：2024 年收入为华泰研究预测值
资料来源：Wind，华泰研究预测

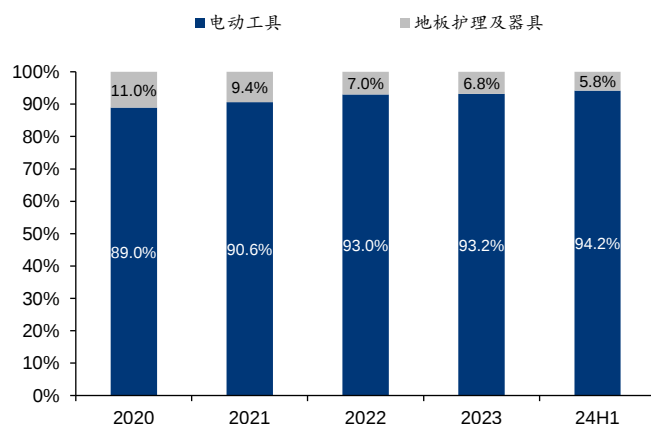
图表6：公司归母净利润及同比增速



注：2024 年归母净利润为华泰研究预测值
资料来源：Wind，华泰研究

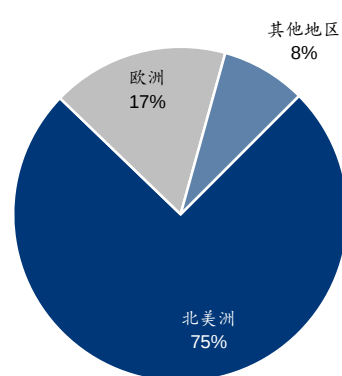
电动工具业务收入占比逐年提升，北美为主要市场。分业务看，公司电动工具业务营收占比近年来持续提升，截至 24H1 已达到 94.2%。该业务核心品牌 Milwaukee 营业额近年实现较快增长，2021-2023 同比分别增长 40.6%/21.8%/10.7%，对公司总体营收增长起到有力支撑；RYOBI 品牌的全球表现良好，带动公司消费者电动工具业务实现增长。分区域看，公司销售区域主要集中在北美地区，美国为主要市场，24H1 公司在北美营收 54.61 亿美元，占总营收比重 75%；公司亦在拓展欧洲、澳洲、拉丁美洲和亚洲等地区的业务，24H1 公司在欧洲及其他地区营收 12.51 亿美元，同比+8.1%。

图表7：公司分产品营收结构



注：公司电动工具业务包括电动工具、OPE、手动工具、配件等产品
资料来源：Wind，华泰研究

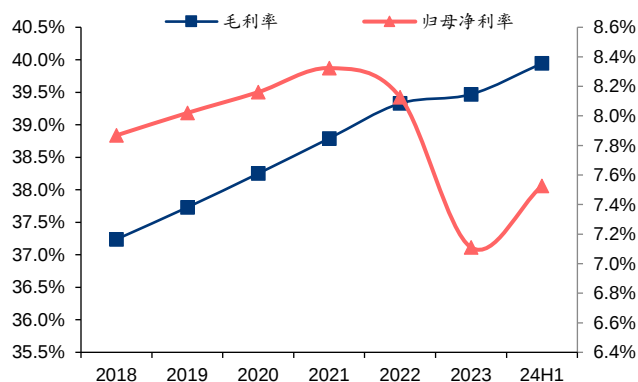
图表8：公司 24H1 分地区营收结构



资料来源：Wind，华泰研究

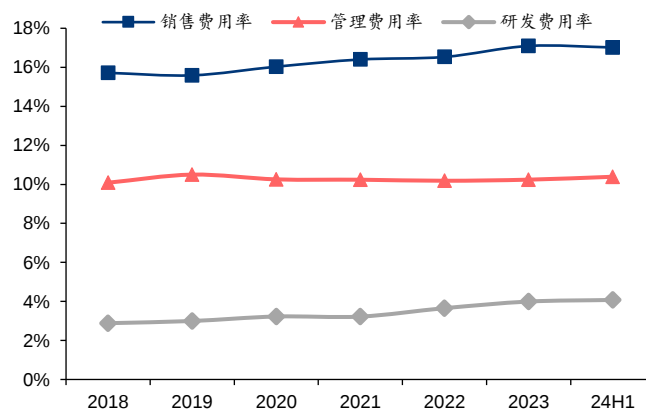
盈利能力韧性强，多年来销售毛利率稳步攀升。公司毛利率自 2008 年以来保持逐年增长，截至 24H1，公司毛利率已提升至 39.9%；归母净利率 24H1 同比微增 0.6 pct 至 7.5%。多年来公司毛利率稳步提升，尤其在海外不利需求环境下仍保持强韧性，我们判断主要系规模效应不断释放、高端系列 Milwaukee 业务持续取得成功以及公司持续推出创新产品等带动毛利率提升所致。费用率方面，公司 2018-2023 年期间费用率总体稳定在 30% 左右的水平，24H1 销售/管理/研发费用率分别为 17.0%/10.4%/4.1%，总体微幅上升，主要系公司增大一次性宣传费用以帮助下游渠道去库等所致。

图表9：公司毛利率及归母净利率



资料来源：Wind，华泰研究

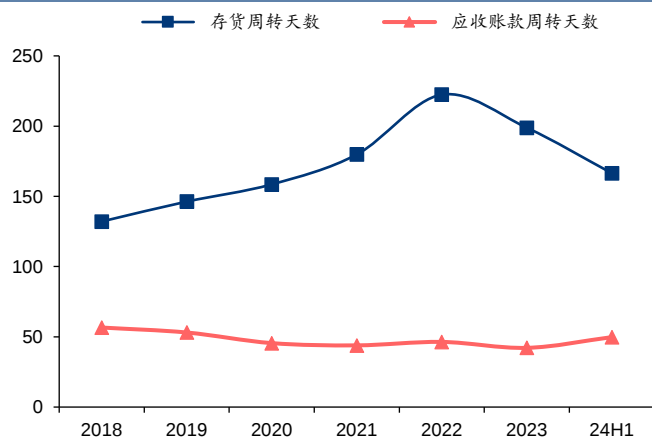
图表10：公司各项费用率



资料来源：Wind，华泰研究

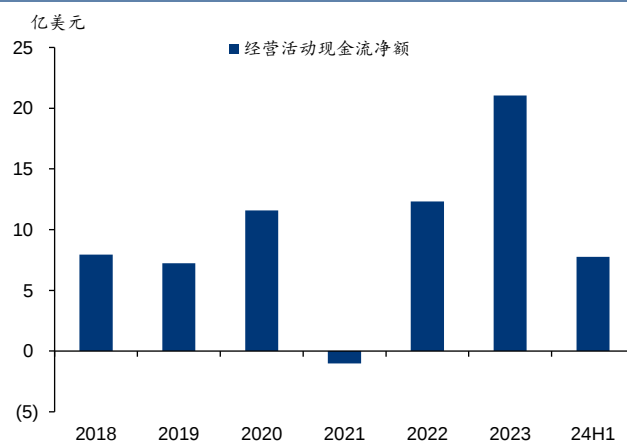
提升运营能力，现金流情况良好。营运能力方面，公司 2018-2022 年存货周转天数逐年上升，而在 2023 年下降明显，降至 200 天以内，对应库存 41.0 亿美元，同比-19.4%。24H1 公司库存天数进一步下降至 167 天，主要系供应链效率改善；此外公司应收账款周转天数总体呈下降趋势，24H1 应收账款周转天数 50 天，回款状况良好。现金流方面，公司现金流表现持续稳健（注：2018 年来，仅 2021 年经营性净现金流为负，主要系当年需求景气度高，公司策略性决定维持较高库存量以支持公司的服务水平，从而降低重要产品组件短缺风险），2023 年经营性现金流净额达到 21.04 亿美元，创历史新高；24H1 经营性现金流净额同比+11.7%至 7.75 亿美元，继续保持强劲的现金流表现。

图表11：公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：Wind，华泰研究

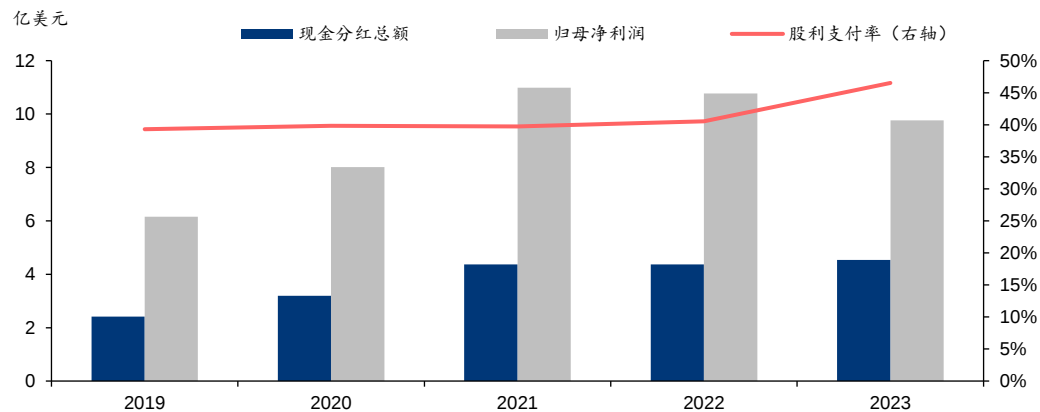
图表12：公司经营现金流净额



资料来源：Wind，华泰研究

2019 年后公司分红率逐年上升，重视股东回报。公司 2021-2023 年公司现金分红总额分别达到 4.37/4.37/4.54 亿美元，股利支付率 39.7%/40.6%/46.5%，对应股息率 1.19%/2.11%/2.07%。公司注重股东回报，展望未来，公司在现金流充足、资本开支稳定的支撑下，分红比例有望保持在较高水平。

图表13： 公司分红情况



资料来源：Wind，华泰研究

行业：需求景气度向上，锂电化升级大势所趋

行业概览：合计近千亿美元市场空间，市场集中程度高

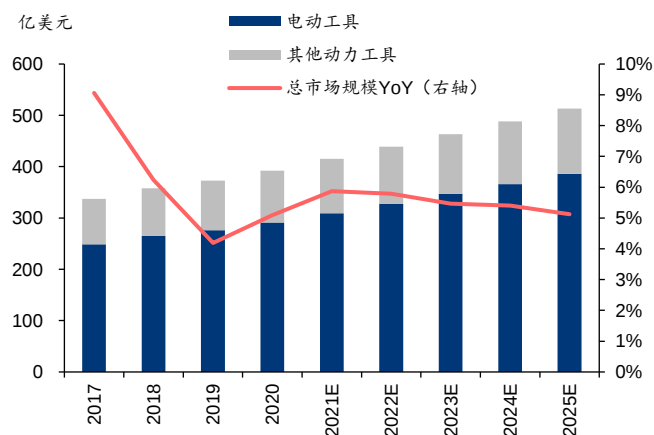
动力工具/OPE 市场规模稳步提升，市场空间广阔。动力工具可广泛定义为除纯手动劳作外，利用其他动力及机制进行操作的工具。根据动力来源，可分为电动工具和其他动力工具，其中电动工具包括电锯、电钻等多种品类。OPE 则可广泛定义为主要用于草坪、花园或庭院维护的工具或设备，包括割草机、扫雪机和吹风机等。根据 Frost & Sullivan，2020 年全球动力工具市场规模达 392 亿美元，其中电动工具占 74%，市场规模 291 亿美元；同年全球 OPE 市场规模达 250 亿美元。Frost & Sullivan 预计 2021-2025 年全球动力工具/OPE 市场规模 CAGR 将分别达 5.4%/5.3%，2025 年动力工具/OPE 有望达到 513/324 亿美元（其中电动工具 386 亿美元）的市场规模，合计近千亿美元市场空间。

图表14：电动工具及 OPE 分类

电动工具			OPE		
切削类工具	紧固类工具	表面处理类工具	骑乘式OPE	轮式OPE	手持式OPE
 圆锯  往复锯  曲线锯  台锯  修剪锯  带锯	 冲击扳手  冲击钻  电锤  螺丝批  棘轮扳手	 角磨机  砂光机  抛光机	 骑乘式割草机	 手推式割草机  扫雪机  松土除草机	 吹风机  电动园艺剪  农药喷洒器  打草机  修枝机

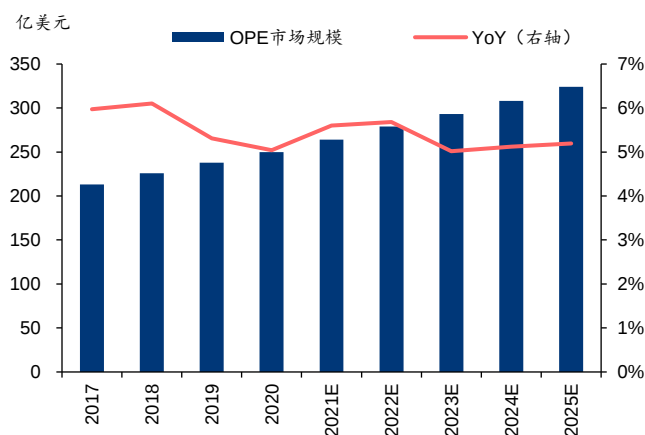
资料来源：泉峰控股招股书，Milwaukee 官网，RYOBI 官网，家得宝，华泰研究

图表15：全球动力工具市场规模及同比增速（按动力来源划分）



资料来源：Frost & Sullivan，华泰研究

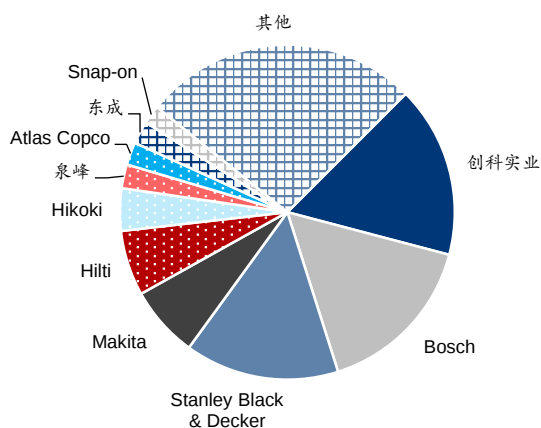
图表16：全球 OPE 市场规模及同比增速



资料来源：Frost & Sullivan，华泰研究

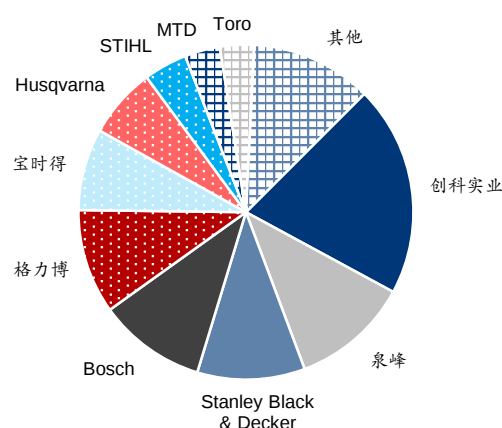
电动工具及 OPE 市场集中度较高，CR5 均超 60%。全球电动工具市场格局相对集中，根据 Frost & Sullivan，2020 年电动工具市场 CR5 达 60.7%，其中创科实业位居第一，市占率 16.6%。电动 OPE 方面，全球竞争格局相比电动工具更加集中，2020 年电动 OPE 市场 CR5 达 62.7%，而创科实业在该市场处于绝对领先地位，市占率 20.4%。

图表17：2020 年全球电动工具竞争格局



资料来源：Frost & Sullivan，华泰研究

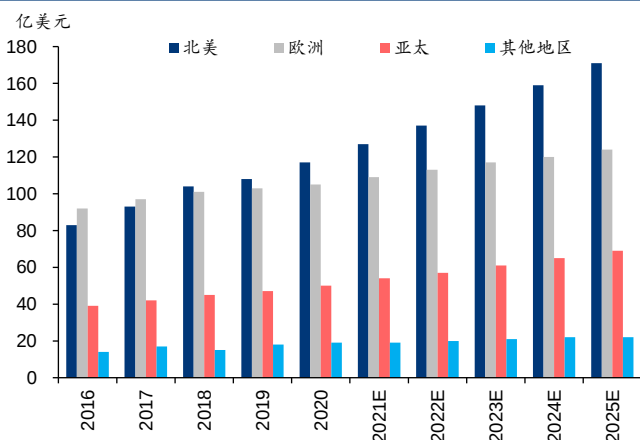
图表18：2020 年全球电动 OPE 竞争格局



资料来源：Frost & Sullivan，华泰研究

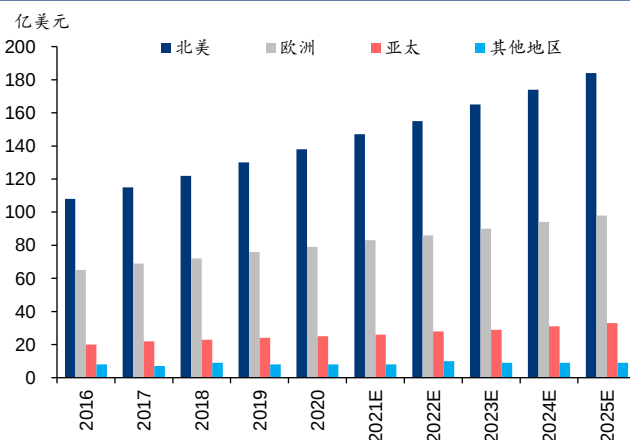
分区域看，北美/欧洲市场规模占比最大，增速高于全球其他地区。电动工具方面，根据 Frost & Sullivan 统计，北美市场规模在 2018 年赶超欧洲，成为全球最大电动工具市场，截至 2020 年，北美电动工具市场规模达 117 亿美元，占比 40.2%；欧洲为第二大市场，2020 年占比 36.1%。Frost & Sullivan 预计北美市场将维持较高增长态势，2021-2025 年 CAGR 为 7.7%，高于其他地区，全球市场结构或将进一步向北美集中。OPE 方面，北美市场在全球占比显著高于其他地区，2020 年比重为 55.2%，对应规模 138 亿美元，预计到 2025 年北美 OPE 市场规模可达 184 亿美元。

图表19：全球各区域电动工具市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，华泰研究

图表20：全球各区域 OPE 市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，华泰研究

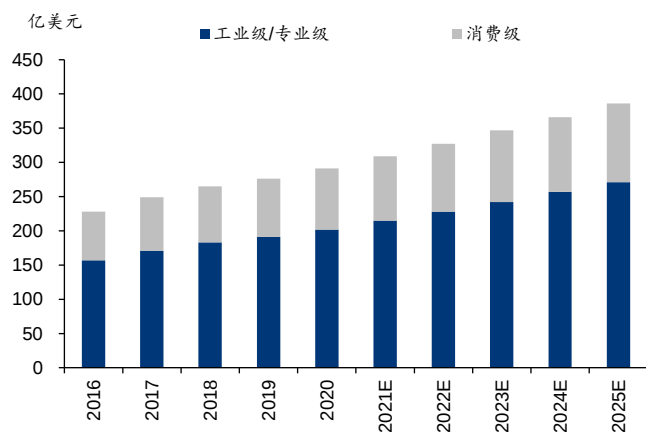
分类别看，电动工具市场专业需求占主导，OPE 市场大众需求为主。电动工具市场可根据终端用户的专业需求程度进一步分为工业级、专业级和通用级（消费级）。其中工业级和专业级主要用于工程建设等建筑行业，市场最广的同时竞争也最激烈，根据 Frost & Sullivan，2020 年工业级与专业级电动工具占总电动工具市场的 69.4%；而通用级电动工具主要用于满足家庭 DIY 的需求，占比相对较低。OPE 产品中，根据终端客户类别可分为：1) 高端市场，主要用于住宅及商业用户的大面积公共区域、住宅或庭院维护与清洁，高端 OPE 产品通常较普通产品溢价 30% 左右；2) 大众市场，主要用于中型住宅或庭院的清洁与维护。根据 Frost & Sullivan 预测，OPE 高端市场及大众市场有望实现同步增长，2025 年市场规模分别达到 121/203 亿美元。

图表21: 电动工具分类 (根据专业程度)

分类标准	特征	应用场景	代表品牌
工业级	具有技术含量高, 一次性作业成型的特点, 能够提供高精度解决方案; 能够长时间连续作业	主要应用于高精度行业, 如工业级型材切割机, 高精度角度型材切割等	Milwaukee Metabo Hilti
专业级	具有功率大, 转速高, 电机寿命长, 长时间重复作业的特点; 针对特定使用领域, 针对性指标要求较高	主要应用于建筑道路、装饰装修、木材加工、金属加工等	DeWALT Black & Decker Hitachi BOSCH
通用级	又被称作 DIY 级电动工具; 具有价格低、性价比、便携性和组合性较好的优势	主要应用于对精度要求不高和持续作业时间不长的场合, 如家用装修类作业场景	RYOBI Stanley

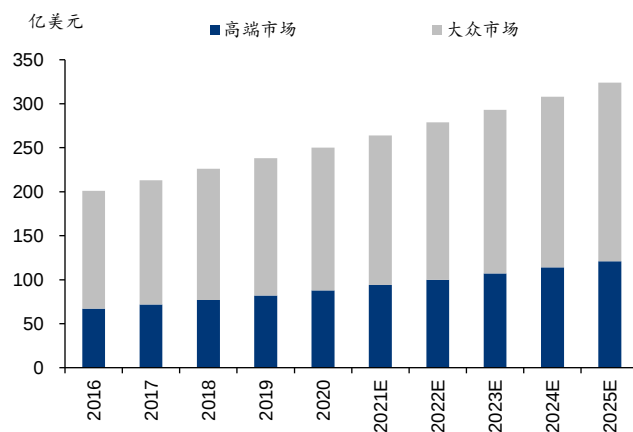
资料来源: 头豹研究院, 华泰研究

图表22: 按用户类型划分的全球电动工具市场规模



资料来源: Frost & Sullivan, 华泰研究

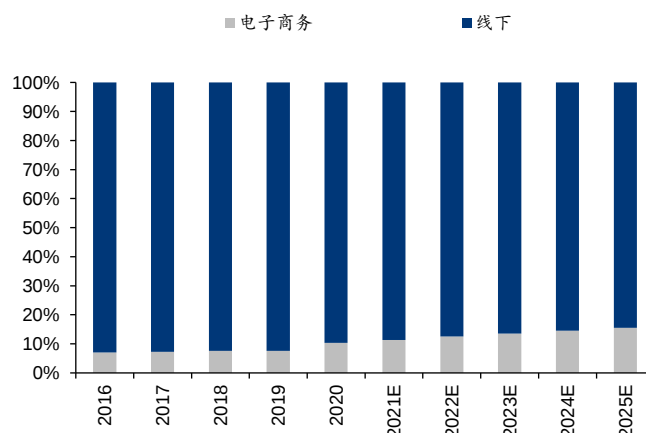
图表23: 按用户类型划分的全球 OPE 市场规模



资料来源: Frost & Sullivan, 华泰研究

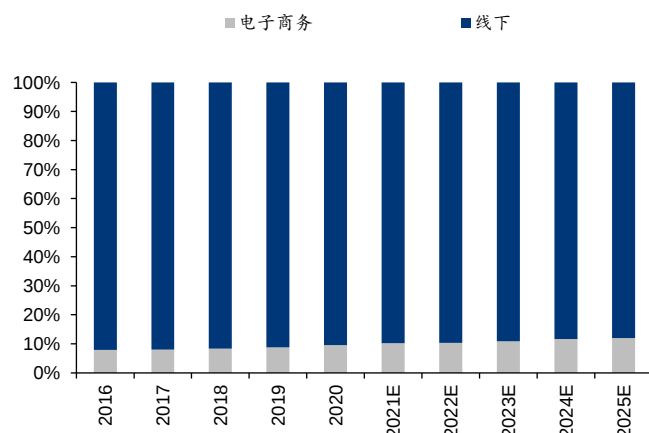
分渠道看, 线上销售比例稳步增长, 但线下经销/零售仍占绝对主导。根据 Frost & Sullivan, 2020 年电动工具及 OPE 市场线上渠道 (电子商务) 占比分别为 10.3% 和 9.6%, 主要销售渠道均为线下。尽管 Frost & Sullivan 预测线上渠道销售占据越来越重要的份额, 但 2025 年线下销售仍将占绝对主导。我们认为这主要与目标市场用户消费习惯有关, 目前美国消费者选择线上购买电动工具/OPE 产品的比例仍然较低。未来随着美国物流水平的提升以及用户消费习惯的转变, 线上渠道有望进一步扩大销售份额。

图表24: 按销售渠道划分的全球电动工具市场结构



资料来源: Frost & Sullivan, 华泰研究

图表25: 按销售渠道划分的全球 OPE 市场结构



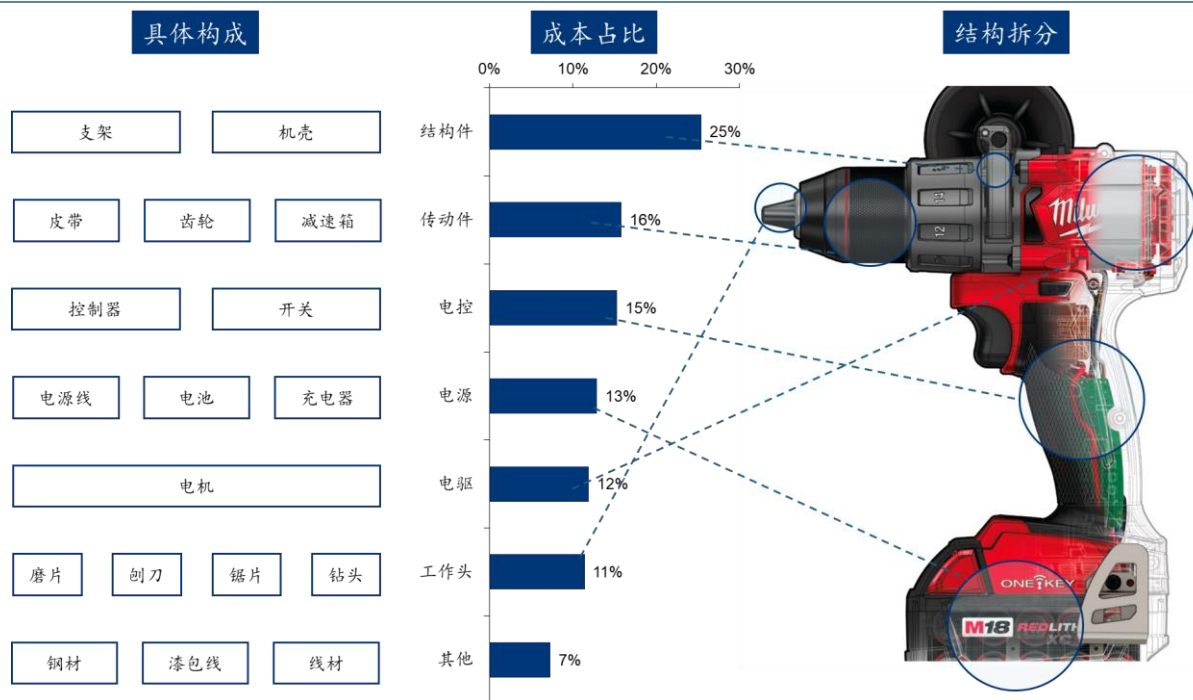
资料来源: Frost & Sullivan, 华泰研究

产业链拆解：上游锂电国产化加速，下游应用领域广泛

上游：核心部件为三电系统，电池国产化有望加速

三电系统为核心零部件，国内上游配套产业链领先。将电动工具/OPE 拆解开来看，其主要零部件包括结构件、传动件、“三电系统”（电驱、电控及电源）、工作头等。以电钻为例，其零部件中结构件成本占比最高，达到约 25%，包括支架、机壳等部件；三电系统作为锂电电动工具的核心零部件，成本共占 40%左右，其中电源约占总成本的 13%。从产业链上看，电动工具/OPE 产业链上游主要为电机、电池等零部件/设备制造商，以及金属、塑料、漆包线等原材料供应商。近年来，随着国内工业制造水平和规模不断提升，新能源汽车及消费电子需求带动锂电技术不断革新，我们认为国内电动工具/OPE 上游产业链在世界范围内持续处于领先地位，具有相对明显的成本优势。

图表26：电动工具结构及成本拆分

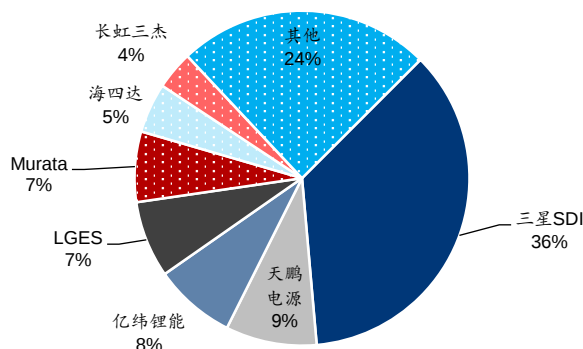


注：结构拆分以电钻为例

资料来源：头豹研究院，华经产业研究院，Milwaukee 官网，华泰研究

电动工具用锂电池国产化程度有望进一步提升。据智研咨询数据，从全球主要电动工具用锂电池企业出货量市场份额来看，在 2020 年，三星 SDI 的占比达到 36.1%，位居全球第一。电动工具用锂电池企业中，中国企业占比逐年提升，天鹏电源、亿纬锂能、海四达、长虹三杰等约占全球份额的 1/4。此外，根据真锂研究统计，以天鹏电源为例的国内电芯厂，相比于三星等国外电芯厂，在同规格电芯产品上具有一定价格优势。随着中国电芯厂在高倍率电池领域与国际锂电池厂家的差距逐步缩小，锂电池国产替代进程明显加速，未来有望进一步提升。

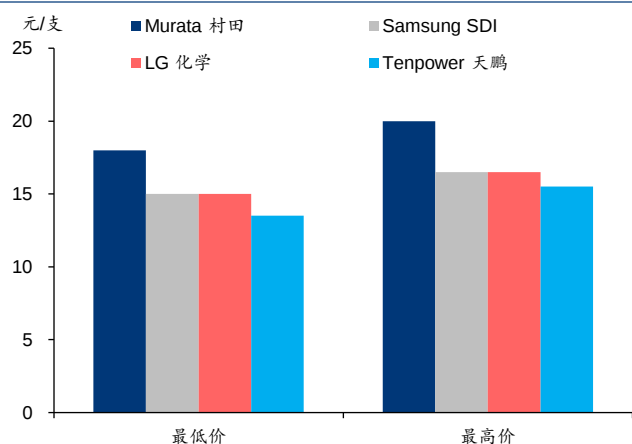
图表27：2020年电动工具用锂电池市场格局



注：按出货量计

资料来源：智研咨询，华泰研究

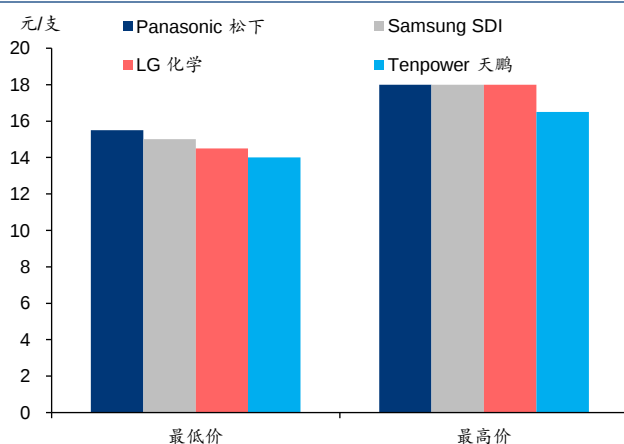
图表28：高性能18650圆柱电池报价（2023年6月9日）



注：各厂商 2.5Ah (30A) 规格产品报价

资料来源：真锂研究，华泰研究

图表29：高倍率18650圆柱电池报价（2023年6月9日）



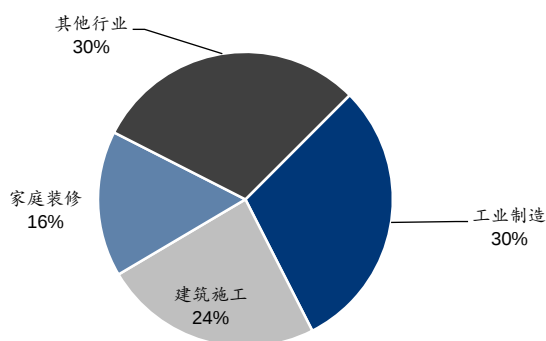
注：各厂商 3.2Ah (10A) 规格产品报价

资料来源：真锂研究，华泰研究

下游：应用领域广泛，需求与住房市场正相关

电动工具及 OPE 下游应用领域广泛。电动工具及 OPE 下游主要是各大销售渠道商，目前主要以线下渠道为主，如家得宝(Home Depot)、劳氏(Lowe's)等，也有以亚马逊(Amazon)为代表的线上渠道。对于电动工具，下游主要应用领域包括工业制造、建筑施工、家庭装修等，根据艾媒咨询 2023 年数据，应用于建筑施工的电动工具占 24%左右(以中国为例)；而 OPE 主要应用于家庭园艺、公共园林和专业草坪等场景。

图表30：电动工具产业链下游应用领域分布

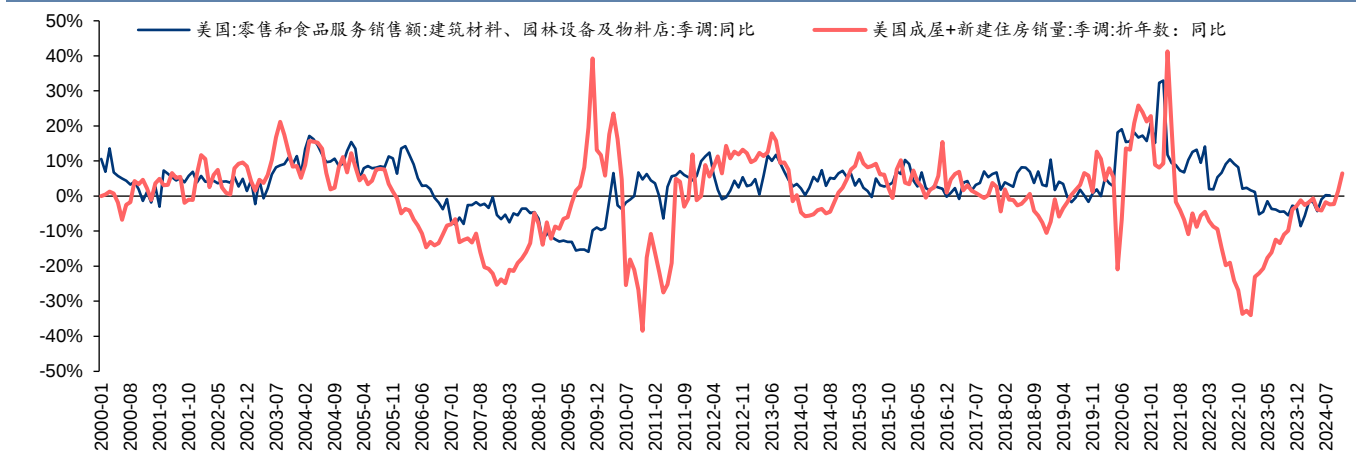


注：数据来自艾媒咨询统计的 2023 年市场数据，以中国市场为例

资料来源：艾媒咨询，华泰研究

电动工具及 OPE 销售总体上与住房销售存在一定程度的正相关性。我们以主要市场——美国市场为例，对 2000 年至今美国建筑材料及园林设备销售额增速及住房（成屋+新房）销售增速进行复盘，发现两者之间存在正相关性，即住房销售增速增长时，建筑材料及园林设备零售增速同步增长。从变动幅度上看，美国建筑材料及园林设备销售额增速变动幅度整体弱于住房销售，我们认为有以下原因：1) OPE 等设备自身置换的消费需求贡献较高，消费属性更强，在一定程度上平滑了地产周期性的影响；2) 如前文所述，电动工具下游包含 30% 的工业制造及 30% 的其他行业，而 OPE 下游包含专业草坪等场景，共同影响消费需求变动，也在一定程度上平滑地产周期的影响。

图表 31：美国建筑材料、园林设备及物料店销售额增速 vs 新房+成屋销售增速对比



资料来源：Wind，华泰研究

行业趋势：需求景气向上，长期看好锂电化升级趋势

长期：锂电产品技术不断成熟，锂电化浪潮趋势明确

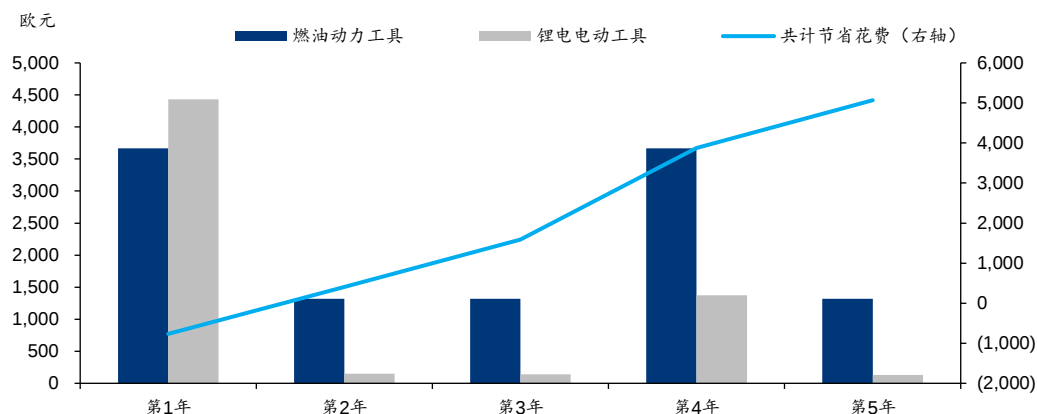
锂电电动工具在性能、环保、成本等方面具有优势。根据动力来源的不同，动力工具/OPE 主要可分为非电动动力工具、交流电（有绳）电动工具和锂电（无绳）电动工具。根据知名电动工具品牌 EGO 的报告，相比于非电动动力工具，锂电电动工具具有如下优势：1) 对环境更加友好，锂电池不排放温室气体，且能量利用效率更高；2) 尽管前期投入成本相对较高，但考虑到汽油价格以及锂电工具更长的使用寿命，其全周期成本更低（根据 EGO 测算，相比于非电动 OPE，锂电 OPE 的 5 年总使用成本低将近 45%）；3) 锂电工具在使用中具有更低的噪音、零污染气体排放，且具有更低程度的振动，可有效降低操作人员患上手臂振动综合征（HAVS）的概率。

图表 32：OPE 按动力类型分类

动力类型	动力来源	应用场景	产品特点	
			优势	劣势
燃油动力	汽油、柴油	主要适用于园林、道路等户外作业	动力强，便携性好，续航能力强	环保性差，噪音大，使用成本高
电动（直流及交流）	外接电源	主要适用于花园、院落等小范围作业	环保性好，续航能力强	便携性差
	锂电池	适用于园林、道路、花园、院落等户外作业	环保性好，使用方便，运行成本低，噪音小	购买价格相对较高，续航能力相对较差

资料来源：格力博招股书，华泰研究

图表33：锂电 OPE 与燃油 OPE 使用成本比较



注：1) 成本估算基于在第 1 年购买一台割灌机、修枝机和吹风机，并在第 4 年再次更换；2) 汽油燃料等价物每天使用 4 升，每年使用 170 天

资料来源：EGO 官网，华泰研究

各国环保政策法规推动动力工具锂电化转型。随着人们对环境问题的关注度提高，化石燃料的使用受到越来越多的限制，世界各国对于非电动力工具已经开始立法施加压力。2021 年美国加州空气资源委员会（CARB）决定，从 2024 年起，加州大多数新制造的小型非道路发动机（如吹叶机、割草机等设备）必须实现零排放。包括休闲车在内的便携式发电机将在 2024 年需要满足更严格的标准，并在 2028 年达到零排放标准。在环境问题日益受到关注的大背景下，我们预计类似政策会更加普及，推动锂电工具渗透率的进一步提升。

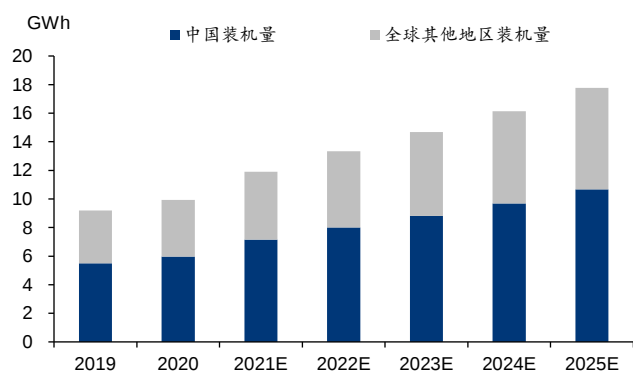
图表34：世界各国及地区对于非电动力工具/OPE 的限制政策

国家及地区	政策推出时间	主要内容
美国	2021 年 9 月	从 2024 年起，加州大多数新制造的小型非道路发动机（如吹叶机、割草机等）必须实现零排放
欧盟	2016 年 9 月	欧盟根据非道路移动机械（NRMM）指令制定了全面的排放法规（俗称 Stage V），这些标准对包括园艺设备和其他户外动力设备在内的非道路移动机械的废气排放设置了严格的限制。
中国	2022 年 12 月	非道路移动机械第四阶段排放标准自 2022 年 12 月 1 日起正式实施，所有生产、进口和销售的 560kW 以下（含 560kW）非道路移动机械及其装用的柴油机须满足国家第四阶段排放标准要求
英国	2016 年 9 月	英国沿用脱欧前所采用的法规，即对非道路移动机械的发动机排放设定 Stage V 标准

资料来源：加州空气资源委员会（CARB），EUR-Lex，中国生态环境部，华泰研究

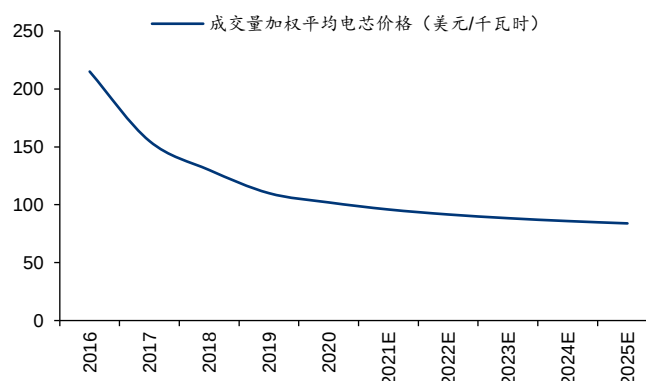
锂电池价格下降降低生产成本，助力渗透率提升。根据华经产业研究院，2020 年全球电动工具锂电池装机量 9.9GWh，预计未来将保持快速增长，2021-2025 年 CAGR 约 10.5%。受益于国内锂电产业链的快速发展，2020 年国内电动工具锂电池装机量达全球的 60% 以上。根据 Frost & Sullivan，在锂电技术进步和产业链发展的带动下，电动工具用锂电池均价将呈下降趋势。我们认为国内产业链的领先地位以及锂电价格的下降可有效降低锂电电动工具的生产成本，有利于电动工具锂电渗透率的提升。

图表35: 全球电动工具用锂电池装机量



资料来源: 华经产业研究院, 华泰研究

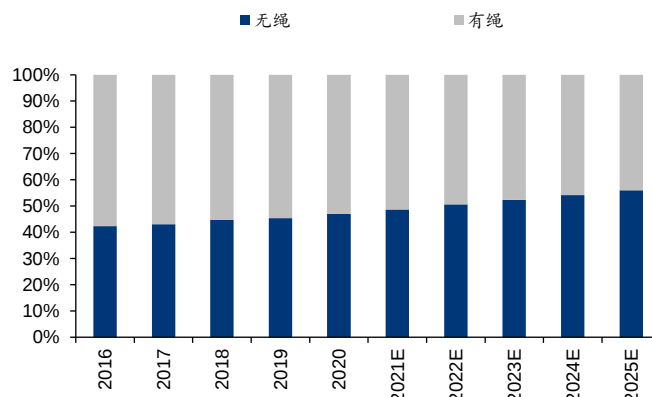
图表36: 电动工具用锂电池成交量加权均价



资料来源: Frost & Sullivan, 华泰研究

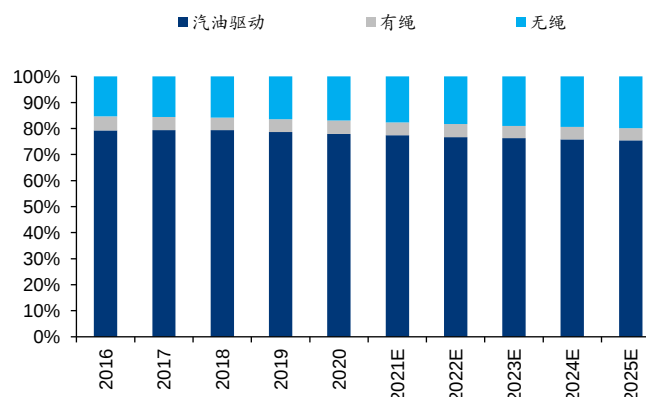
电动工具锂电渗透率近半, OPE 锂电化转型稳步推进。全球电动工具市场中, 无绳(锂电)电动工具份额正在稳步提升。根据 Frost & Sullivan, 2016-2020 年, 无绳电动工具占总电动工具(无绳+有绳)市场比例由 42.4% 提升至 47.0%, 对应市场规模由 72 亿美元增长至 103 亿美元; 预计到 2025 年无绳电动工具占比将进一步达到 56.0%, 对应市场规模 164 亿美元, 2021-2025 年 CAGR 预计为 9.8%。而在 OPE 市场中, 锂电 OPE 渗透率相对较低, 2020 年汽油 OPE 仍占主导, 占比约为 77.9%, 而锂电 OPE 仅占 16.9%; Frost & Sullivan 预计到 2025 年锂电 OPE 占比将提升至 19.9%, 市场规模增速高于汽油或有绳 OPE。

图表37: 全球电动工具市场结构(按供电技术划分)



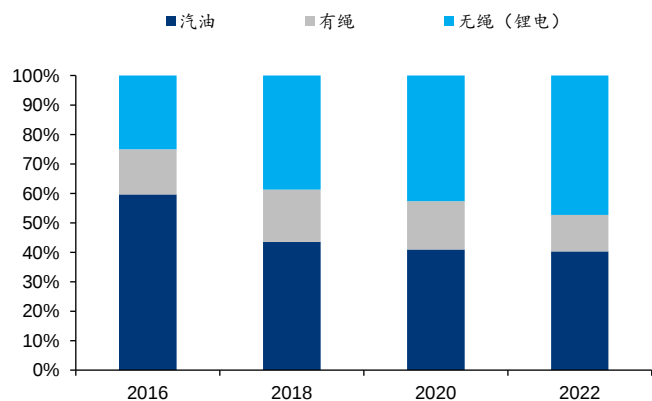
资料来源: Frost & Sullivan, 华泰研究

图表38: 全球 OPE 市场结构(按供电技术划分)



资料来源: Frost & Sullivan, 华泰研究

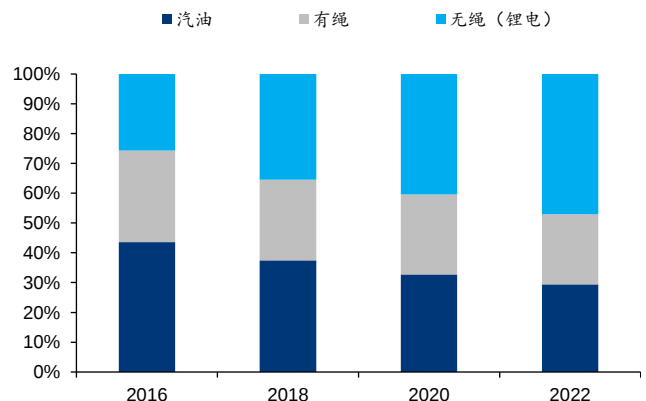
图表39: 北美地区草坪修剪器(Lawn edger)锂电渗透率



注: 根据市场调研进行统计

资料来源: The Farnsworth Group, 华泰研究

图表40: 北美地区吹风机(Blower)锂电渗透率



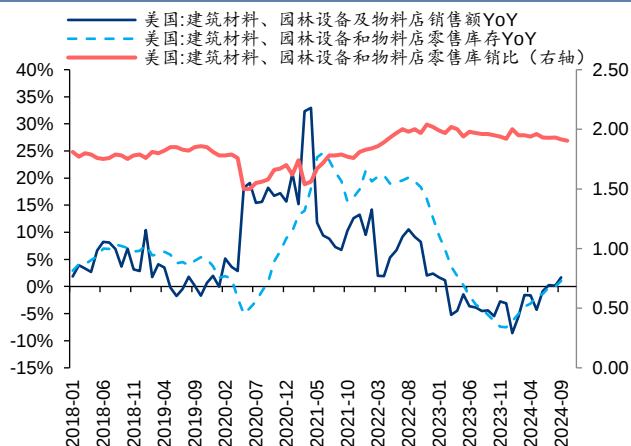
注: 根据市场调研进行统计

资料来源: The Farnsworth Group, 华泰研究

短期：美国降息+产品替换周期催化，支撑需求景气度

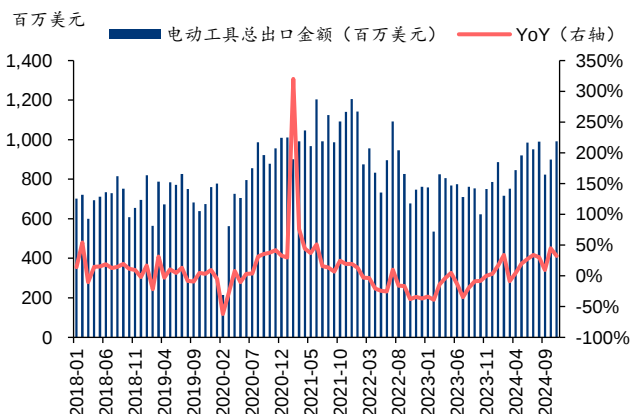
2024 年电动工具及 OPE 迎来补库需求。从美国建筑材料、园林设备和物料店零售销售额及库存额的同比增速看，2023 年全行业经历了大幅的去库存阶段，而在 2024 年出现企稳反弹；从库存销售比来看，该比值于 2022 年 11 月达到阶段性高点 2.04 后，在 2023 年保持高位，截至 2024 年 10 月，零售库存销售比小幅度降至 1.90，也在一定程度上印证渠道库存去化（2021 年前后因海运费高企等因素客户加强下单，备货提升，整体抬升了库存销售比，当前库存销售比已有所下降，但仍处相对高位）。此外根据海关总署数据，24M1-11 国内电动工具总出口额达 97.58 亿美元，同比+21.0%；10-11 月同比增速分别达到 44.6%/32.2%，出口需求延续高景气度。

图表41：美国建筑材料、园林设备和物料店零售库存及销售情况



资料来源：Wind，华泰研究

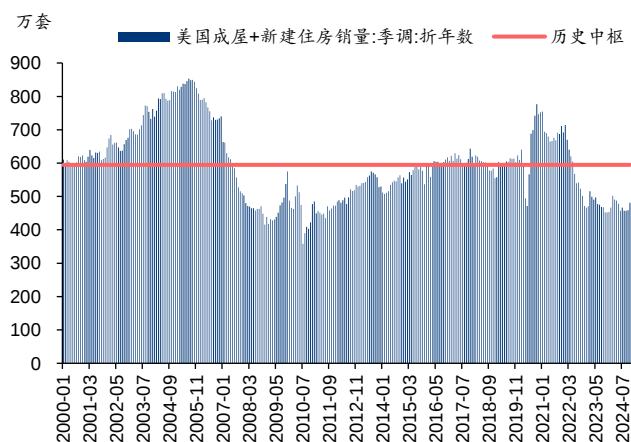
图表42：电动工具总出口金额及同比增速



资料来源：海关总署，华泰研究

美联储降息落地，有望提振地产需求及消费信心。美国房地产市场以成屋销售为主、新房销售为辅。自 21 年底开始，受美联储加息、房价上涨和抵押贷款利率上升等影响，美国成屋及新房销售量开始走弱。截至 24 年 11 月，成屋和新建住房合计销售量折年数 481.4 万套，低于自 2000 年以来的历史均值 594.8 万套。北京时间 12 月 18 日，美联储再次通过降息 25bp 的决议，基准利率降至 4.25%-4.5%，为 9 月来第三次降息。我们认为，海外降息周期开启，一方面有望通过带动地产销售回暖进而改善电动工具的消费需求，另一方面也有利于居民消费信心恢复，推动工具及 OPE 等耐用消费品需求回暖。

图表43：美国成屋+新建住房销量（折年数）



资料来源：Wind，华泰研究

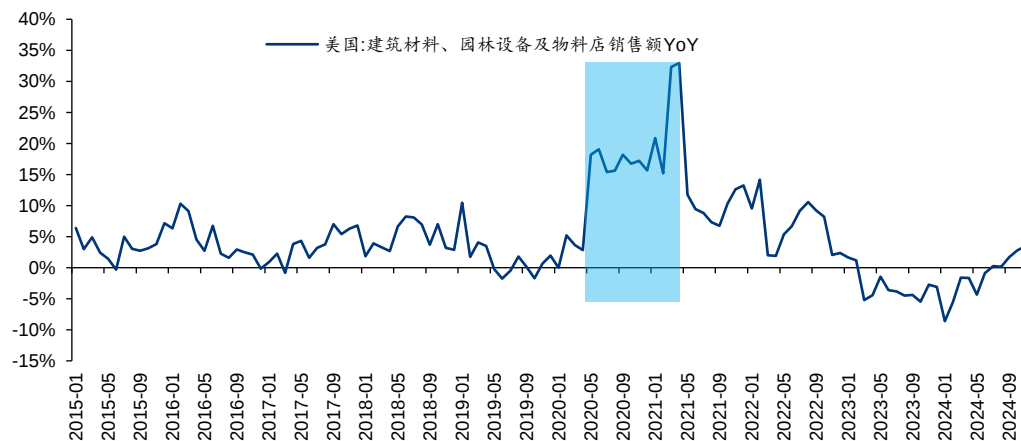
图表44：美国成屋+新房销量与30年期抵押贷款利率



资料来源：Wind，华泰研究

25 年产品更新替换需求有望恢复。2020 年 5 月-2021 年 4 月，受低利率环境拉动，美国建材及园林设备市场需求曾出现快速增长，销售额增速达到高峰；而 2022-2023 年高通胀、高利息的环境一定程度上压制了美国市场可选消费品的替换需求，销售额增速回落。一般而言电动工具及 OPE 产品的更新替换周期在 3-5 年，更新周期的弹性取决于用户消费能力和消费预期。从产品替换周期及宏观经济环境来看，我们认为 2025 年美国电动工具及 OPE 用户更新替换需求将在短期提振行业景气度。

图表45： 美国建筑材料、园林设备和物料店零售及服务销售额同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

公司：品牌+技术构筑核心竞争力，打造全球化产能布局

品牌：强劲品牌矩阵塑造竞争壁垒

公司专注于打造强劲的品牌组合，实现全领域覆盖。截至 2023 年，公司旗下共有 13 个子品牌，可分为电动工具与地板护理及清洁两大直营业务，覆盖消费者/进阶 DIY/专业/工业等多个使用领域。其中，Milwaukee 为电动工具专业级业务核心品牌，RYOBI 为电动工具消费级业务核心品牌，Dirt Devil 与 Hoover 为地板清洁与护理业务核心品牌。

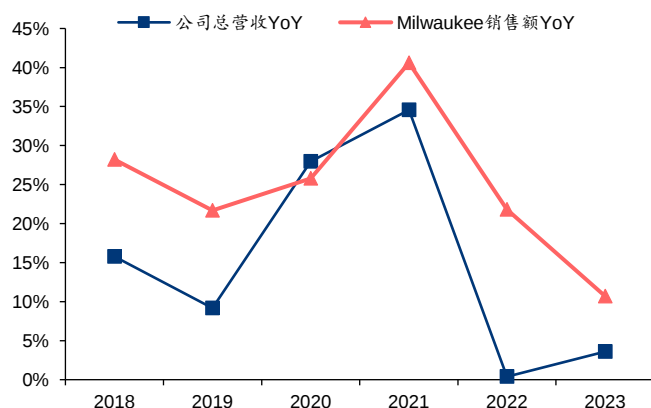
图表 46：公司品牌分类及简介

类别	品牌	简介	价格区间（美元）
电动工具/OPE	 Milwaukee	Milwaukee 是专业电动工具领域的领先品牌，以其高品质、高性能和创新性著称，它提供一系列电动工具和配件，主要面向专业建筑和制造行业	15~850
	 RYOBI	RYOBI 品牌提供广泛的 DIY 和专业电动工具，以其性价比高和用户友好的设计而受到广泛欢迎，RYOBI 的产品线包括各种电动工具和户外园艺工具	0~5598
	 AEG	AEG 是一个历史悠久的德国品牌，被 TTI 收购后专注于专业级电动工具及 OPE 市场，主要在欧洲销售	30~3000
	 HART	HART 专注于制造高质量的手工具和电动工具，主要面向家庭 DIY 用户，其产品线涵盖了电钻、锤子、扳手等，凭借其坚固耐用和性价比高的特点，获得了良好的市场口碑	0~300
	 Empire	Empire 品牌专注于生产高质量的测量工具和激光水平仪，广泛应用于建筑和工程领域	0~200
	 Imperial Blades	Imperial Blades 是一个专门生产多功能工具配件的品牌，提供各种高质量的刀片和锯片，适用于各种专业和 DIY 应用	13~60
	 STILETTO	STILETTO 是一家以生产高质量手动工具，尤其是锤子和敲击工具而闻名的品牌，其钛制锤子以轻便、耐用和减少疲劳而著称，受到建筑和木工行业专业人士的青睐	10~300
	 KANGO	KANGO 是一个专注于制造高性能破碎锤和凿子工具的品牌，广泛应用于建筑、拆除和重型工业领域。其产品以强劲的打击力和耐用性著称	0~470
地板护理及清洁	 Homelite	Homelite 专注于户外动力设备，包括链锯、修剪器和吹叶机等，以其高性价比和产品可靠性而受到认可	10~260
	 HOOVER	HOOVER 是一个历史悠久的吸尘器品牌，提供各种家用和商用吸尘器，以其高效清洁能力和创新技术而闻名	70~480
	 VAX	VAX 是英国知名地板护理品牌，产品包括吸尘器和蒸汽清洁机，以其深入清洁和易于使用的特点受到用户喜爱	15~400
	 Dirt Devil	Dirt Devil 是一个知名的便携式吸尘器品牌，以其小巧便携和高效清洁能力而受到家庭用户的青睐	40~200
	 ORECK	ORECK 品牌以其高品质的吸尘器和清洁设备而闻名，专注于提供高性能和长寿命的清洁解决方案	30~550

资料来源：公司公告，各品牌官网，家得宝，亚马逊，ACE Hardware，ACME Tools，Bunnings，华泰研究

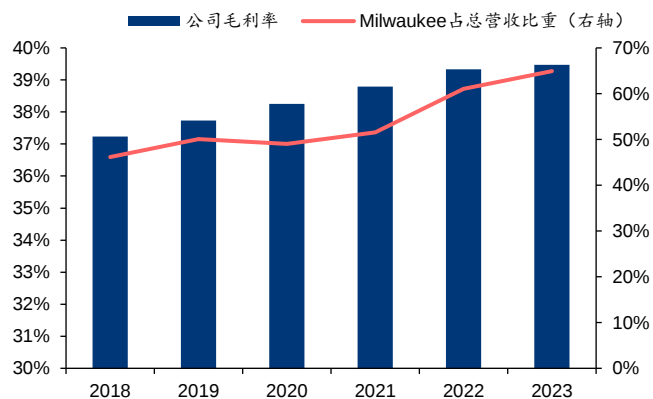
Milwaukee 品牌优势明显，带动公司盈利能力提升。公司旗下的 Milwaukee 品牌为其核心品牌之一，持续引领电动工具锂电化的进程。Milwaukee 先后推出 M12 和 M18 无绳系统，具有自主设计、开发和制造电池与电机的能力，并且在技术层面行业领先。在电动工具专业评论网站 ProToolReviews 的评选中，Milwaukee 以高达 46% 的得票率被评选为最受欢迎的无绳电动工具品牌。此外，Milwaukee 业务近年来增速总体高于公司整体收入，2023 年在公司整体营收增速放缓的情况下，Milwaukee 销售额仍同比+10.7%，实现了较为理想的成绩，占公司总营收比重提升至近 65%。我们认为 Milwaukee 作为公司的旗舰品牌，主打中高端产品并且毛利率相对较高，未来 Milwaukee 营收占比有望进一步提升，进而带动公司整体盈利能力的改善。

图表47: 公司整体营收增速与 Milwaukee 销售额增速对比



注: Milwaukee 销售额增速按当地货币计算
 资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表48: 公司整体毛利率与 Milwaukee 营收占比



资料来源: 公司公告, 华泰研究

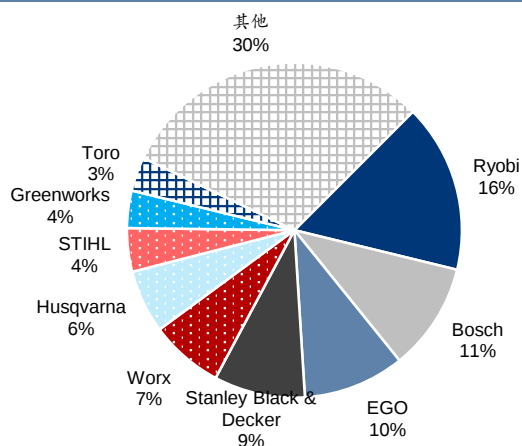
图表49: Milwaukee 产品矩阵



资料来源: 公司公告, Milwaukee 官网, 华泰研究

作为全球领先的 OPE 及 DIY 电动工具品牌, RYOBI 持续创新并引领业界。RYOBI 提供多元化的产品系列、便利的充电式工具及高性价比的产品, 根据 Frost & Sullivan, 2020 年 RYOBI 在全球电动 OPE 品牌中市占率达 16.3%, 位列行业第一。18V ONE+ 充电式系列已成为 DIY 爱好者及专业人士的首选品牌一, 目前共有 307 款产品, 包括 186 款电动工具、89 款 OPE 及 32 款清洁产品。为应对需要更大动力的园艺工作, 40V 系列提供方便的充电式产品, 效能媲美汽油驱动式工具, 目前涵盖 91 款产品, 包括 21 寸 RYOBI WHISPER 系列剪草机。2022 年推出的 80V 系列涵盖 RYOBI 迄今为止最强大的产品。此外 USB LITHIUM 系列提供轻巧便携的可充电式解决方案, 适合日常使用, 包括家居组装工程使用的棘轮、兴趣及手工艺制作使用的可夹式风扇及其他产品。

图表50：2020 年电动 OPE 品牌竞争格局



资料来源：Frost & Sullivan，华泰研究

图表51：RYOBI 产品矩阵



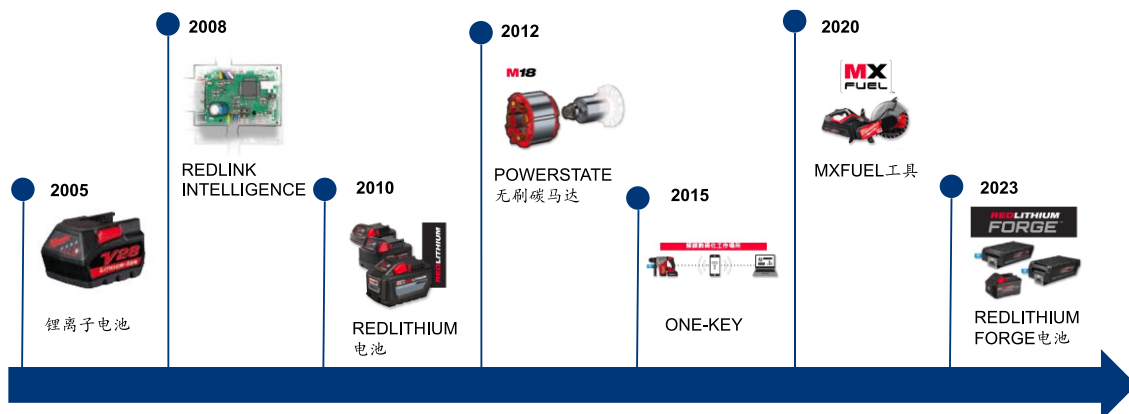
资料来源：公司公告，RYOBI 官网，华泰研究

技术：打造领先行业的锂电平台

关键技术自主研发，打造多个领先行业的锂电平台。电动工具和 OPE 的性能取决于电池平台、电机和电控等基础技术。电池平台提供能量及动力，电机将其转化为工具或设备的驱动力，而电控系统则监控和引导工具或设备的运行，以优化终端用户体验并提高无绳工具的功率效率。公司面对不同使用场景开发多个电池平台，引领电动工具行业锂电化浪潮。

代表品牌 Milwaukee 前瞻性布局锂电，引领行业锂电化升级。以公司旗下代表品牌 Milwaukee 为例：2005 年公司收购 Milwaukee 品牌后，首次在 V28 Sawzall 往复锯产品中引入锂离子电池，领先行业开启电动工具的锂电化转型。2008-2012 年公司推出自研 REDLINK INTELLIGENCE 电控系统、REDLITHIUM 电池、POWERSTATE 无碳刷马达等锂电电动工具核心部件，提高产品能量密度、运行功率等性能，实现技术升级。此时 Milwaukee 已拥有 M12、M18 电池平台及配套技术，而其主要竞争对手在 2010 年前后才陆续开始推出锂电产品。后续 Milwaukee 持续改善其锂电技术，推出 MX FUEL、REDLITHIUM FORGE 等电池系统，引领电动工具行业锂电化技术革新。

图表52: Milwaukee 充电技术革新历程



资料来源:公司公告, 华泰研究

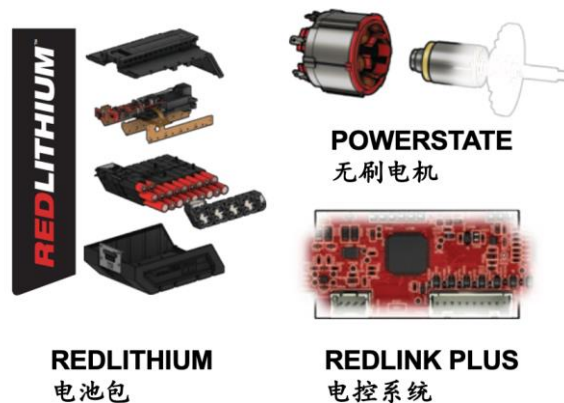
公司具有多个电池平台技术, 面向不同使用场景。同样以 Milwaukee 为例, 目前 Milwaukee 主要的电池系统包括 M12、M18 和 MX FUEL。M12 提供便携式生产力, 使用 12V 锂电池, 具有体积小、重量轻的特点。M18 面向更为专业的场景, 主打高性能优势, 采用 18V 锂电池, 能效与功率较 M12 均更高。M12 FUEL 与 M18 FUEL 基于普通版采用了 POWERSTATE 无刷电机的升级, 具有更长的电机寿命和更加可持续的性能释放。2023 年新推出的 RED LITHIUM FORGE 电池结合公司超充技术, 可在 15 分钟或更短时间内充电至 80%。此外 Milwaukee 还推出了 MX FUEL——其最为强大的电池平台, 采用其最先进的 RED LITHIUM 电池包、POWERSTATE 无刷电机和 REDLINK PLUS 电控系统, 一般适用于超大型专业项目。

图表53: Milwaukee 主要电池平台



资料来源:公司公告, 华泰研究

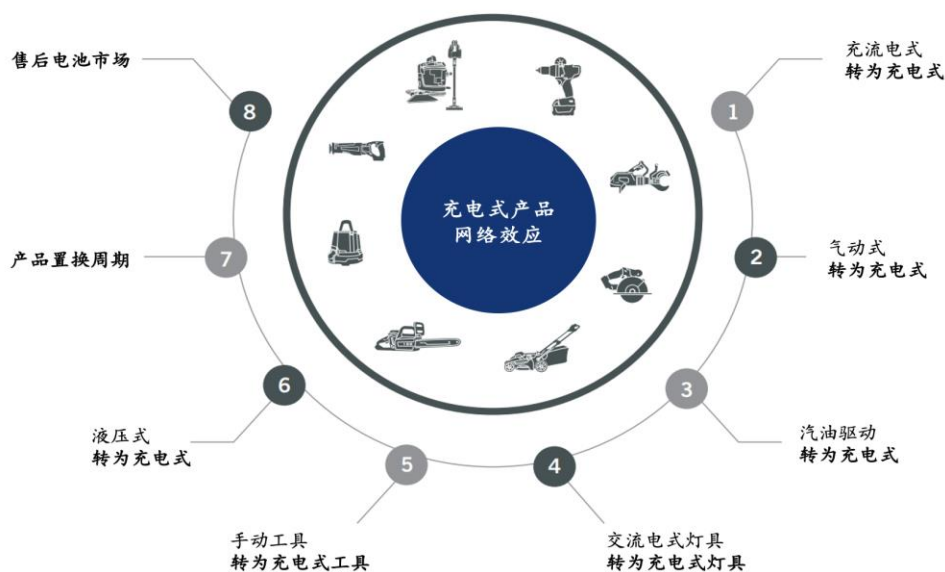
图表54: Milwaukee 核心零部件技术



资料来源: Milwaukee 官网, 华泰研究

公司锂电式产品形成网络效应, 提升用户粘性。公司同电池平台内可实现电池系统的通用, 即用户可通过单一电池操作同系统下的所有产品, 形成产品的网络效应。网络效应的特点是互换性和兼容性, 每当公司在平台上增加一个产品时都会增强网络效应。以 Milwaukee 旗下产品为例, 截至 2023 年, M12 平台与 M18 平台已经分别拥有 153/284 款工具, 同平台产品电池系统均可兼容, 增强了用户粘性, 方便用户进行产品升级, 同时也降低了维修更换的难度。

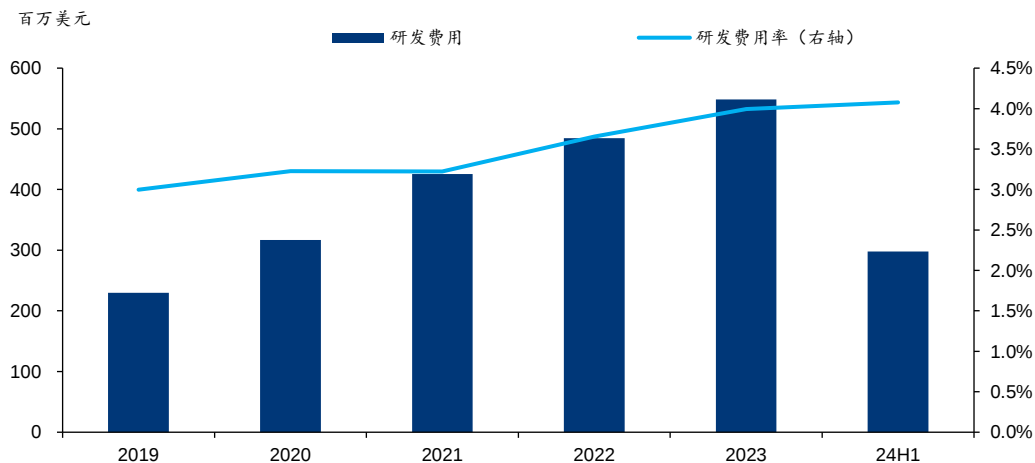
图表55：公司充电式（锂电）产品带来的网络效应



资料来源：公司公告，华泰研究

公司技术引领行业的背后是对研发的持续投入。近年来，公司持续且坚定地加大研发费用的投入，2019-2023年，公司研发费用由2.30亿美元增长至5.48亿美元，CAGR达到24.3%，对应研发费用率也由3.0%提升至4.0%。在2022-2023年公司营收增速放缓的情况下，研发费用增速仍不低于10%，体现出公司对于研发创新的重视程度。公司重视技术创新和产品创新，24H1公司研发费用率达到4.1%，我们认为公司对于研发的持续投入有望维持甚至扩大公司技术在行业内的领先地位。

图表56：公司研发费用及研发费用率

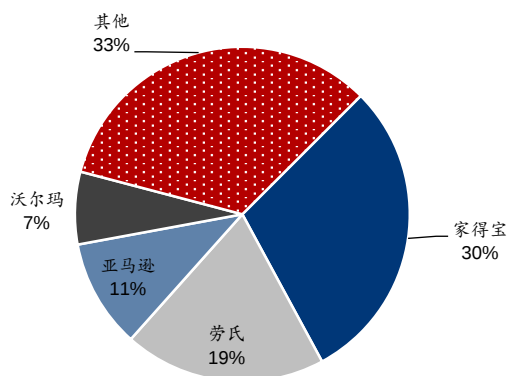


资料来源：Wind，华泰研究

渠道：与大客户家得宝深度绑定

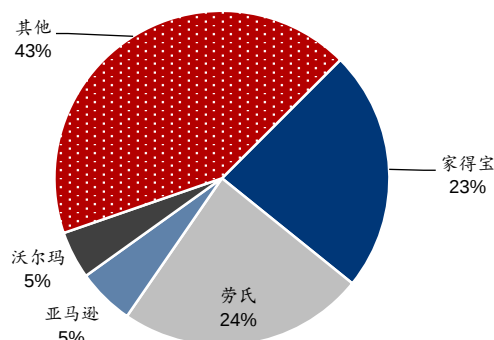
家得宝在动力工具零售商中处于领先地位。家得宝与劳氏为美国两大家居建材零售商，根据TraQline统计(以年销售额统计,截至3Q23),美国动力工具市场中,家得宝市占率30%,与第二名劳氏(19%)相比具有明显优势;而在美国OPE市场中,家得宝与劳氏市场份额相近,分别为23%/24%,共同占据市场龙头地位。此外相比于劳氏,家得宝在营业额、门店数等方面都具备优势,在行业中更为领先。

图表57：美国动力工具市场销售渠道竞争格局



注：以年销售额统计，截至3Q23
资料来源：TraQline，华泰研究

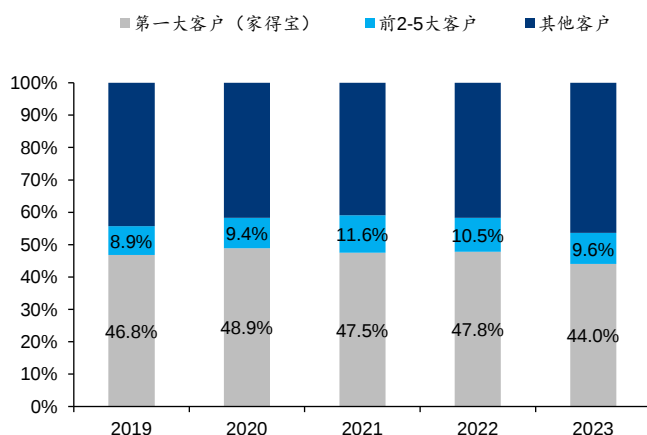
图表58：美国OPE市场销售渠道竞争格局



注：以年销售额统计，截至3Q23
资料来源：TraQline，华泰研究

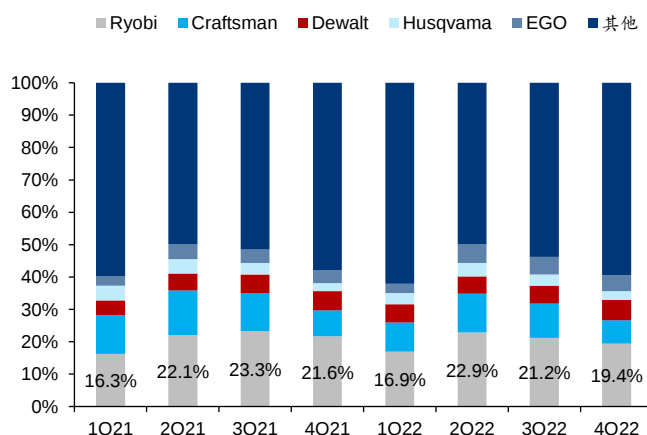
公司与家得宝强强联合，共同成长。公司自2000年收购RYOBI后，与家得宝建立了长期合作关系，家得宝拥有RYOBI品牌产品的独家销售权。近年来，公司与家得宝合作稳定可持续，根据公司披露，2019-2023年公司第一大客户（即家得宝）每年为公司贡献不低于40%的销售额，而第二至第五大客户合计仅提供10%左右的销售额。而根据YipitData，2021-2022年，RYOBI在家得宝+劳氏（RYOBI不在劳氏销售）的OPE产品销售中位列第一，份额在20%左右。由此可见，公司与家得宝为深度绑定关系。此外根据家得宝公司公告，家得宝承诺到2028财年将美国及加拿大锂电OPE产品销售的占比提升至85%，公司作为家得宝最大的锂电OPE供应商有望进一步扩大市场份额。我们认为这样的强强联合可使双方均受益，一方面公司的优质产品可为家得宝带来更多客流；另一方面公司可获得家得宝的倾向性资源，并助力公司其他品牌的销售。

图表59：公司客户结构



注：占总营业额比例
资料来源：公司公告，华泰研究

图表60：各OPE品牌在家得宝+劳氏的份额



注：仅统计美国市场
资料来源：YipitData，华泰研究

全球化渠道布局助力市场拓展。除了与家得宝合作外，公司还与沃尔玛、邦宁斯（澳大利亚大型家用品仓储超市）等大型零售商及家庭用品中心建立合作关系，并与 Total Tools、ACE Hardware 等多个国际工业分销商和独立五金店展开合作，逐步在全球范围内拓展销售渠道。我们认为这种全球化的渠道布局有助于公司在北美以外的市场进一步拓展业务，更有效地应对各地市场的差异化需求，同时降低单一市场波动带来的风险。

图表61：公司销售渠道

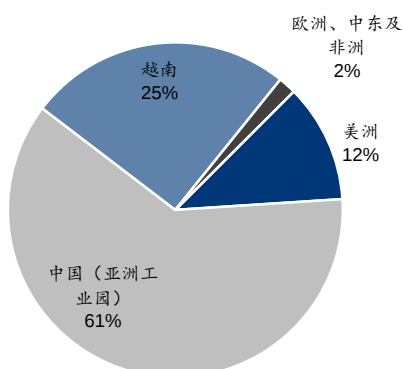


资料来源：公司公告，华泰研究

制造：积极布局全球化生产体系

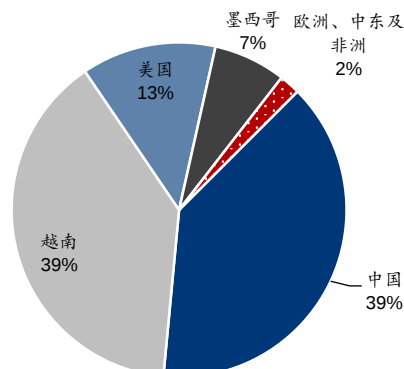
积极拓展全球化生产布局，打造世界级全球供应链。为了应对国际地缘政治风险，并提升生产灵活性以满足公司在全球不同市场的供应能力，公司在全球多区域积极建设生产基地。根据公司公告，公司最大的生产基地——位于东莞的亚洲工业园，2020 年产值为 30 亿美元，占总产值的 61%，在 2023 年该比例下降至仅 39%，而越南产值占比从 25% 提升至 39%。当前，公司在亚洲、欧洲、美洲等全球各区域均拥有生产基地，在生产网络及供应链上体现出高度的灵活性，其中在越南已有三处工厂，位于越南胡志明的西贡高科技园区也即将建成并投入生产。我们认为未来公司产能有望继续向越南、墨西哥、美国等地拓展，以满足公司全球化、分散化、本地化生产需求，并可在一定程度上对冲潜在国际贸易波动风险。

图表62：2020 年公司产值区域结构



资料来源：公司公告，华泰研究

图表63：2023 年公司产值区域结构



资料来源：公司公告，华泰研究

图表64：公司全球生产基地（截至2023年）



资料来源：公司公告，华泰研究

盈利预测与估值

盈利预测

收入端：我们将公司业务拆分为电动工具和地板护理及器具，我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 146.55/160.53/174.38 亿美元，同比+6.7%/+9.5%/+8.6%。主要假设如下：

1) 电动工具：公司 2022-2023 年电动工具收入增速较慢，主要系海外消费需求走弱，同时行业库存进入去化通道所致，2024 年以来，伴随海外渠道库存去化，下游客户补库需求兴起，2024H1 公司电动工具营收同比增长 7.1%，营收增速提振。考虑到下游渠道将进入补库周期+产品新旧替换周期，美联储开启降息通道利好终端需求恢复，且锂电化转型需求可持续，我们预计 2024-2026 年公司电动工具业务收入将分别同比+7.0%/+10.0%/+9.0%，达到 136.90/150.59/164.15 亿美元。

2) 地板护理及器具业务：公司 2023 年地板护理及器业务收入 9.37 亿美元，在整体收入结构中占比较小，2024H1 地板护理及器具实现营收 4.28 亿元，同比基本持平。伴随下游渠道库存去化及终端需求恢复，我们预计该板块 2024-2026 年分别实现收入 9.65/9.94/10.24 亿美元，同比+3.0%/+3.0%/+3.0%。

毛利率端：公司毛利率近年来持续提升，2023 年毛利率达到 39.47%，主要系规模效应不断释放、高端系列 Milwaukee 业务持续取得成功以及公司持续推出创新产品等带动毛利率提升所致。我们认为公司以 Milwaukee 为主的中高端品牌收入增速将高于公司其他品牌，收入占比将持续提升，此外随着公司生产规模的扩大，规模效应有望进一步体现。因此我们预计公司毛利率将继续稳中有升，2024-2026 年毛利率分别为 39.5%/39.6%/39.7%。

费用率端：1) 销售费用率方面，考虑公司将持续推出新产品并进行宣传营销，销售费用率将维持高位，但随着公司收入规模的提升，该费用率或将有一定程度的下降，我们预计公司 2024-2026 年销售费用率分别为 16.7%/16.6%/16.5%。2) 管理费用率方面，考虑公司收入提升与公司对内精细化管理，我们预计 2024-2026 年公司管理费用率分别为 10.2%/10.1%/10.0%。3) 研发费用率方面，考虑公司重视新产品开发和新技术迭代，我们预计研发费用率将与 2023 年持平，2024-2026 年分别为 4.0%/4.0%/4.0%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 146.55/160.53/174.38 亿美元，毛利率分别为 39.5%/39.6%/39.7%，净利润分别为 11.25/12.93/14.73 亿美元，同比分别+15.2%/+14.9%/+13.9%。

图表65：收入拆分及盈利预测

单位：百万美元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
电动工具						
收入	11,960.89	12,329.07	12,794.55	13,690.17	15,059.19	16,414.51
YoY	37.0%	3.1%	3.8%	7.0%	10.0%	9.0%
地板护理及器具						
收入	1,242.27	924.85	936.86	964.97	993.91	1,023.73
YoY	14.8%	-25.6%	1.3%	3.0%	3.0%	3.0%
合计						
营业收入	13,203.16	13,253.92	13,731.41	14,655.13	16,053.10	17,438.24
YoY	34.6%	0.4%	3.6%	6.7%	9.5%	8.6%
营业成本	8,081.55	8,041.34	8,311.78	8,866.36	9,696.07	10,515.26
毛利率	38.79%	39.33%	39.47%	39.50%	39.60%	39.70%
销售费用率	16.4%	16.5%	17.1%	16.7%	16.6%	16.5%
管理费用率	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.1%	10.0%
研发费用率	3.2%	3.7%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
净利润	1,099.10	1,077.15	976.34	1,124.96	1,292.86	1,472.71
净利率	8.3%	8.1%	7.1%	7.7%	8.1%	8.4%

资料来源：Wind，华泰研究预测

估值分析

我们预计公司 2024-2026 年净利润分别为 11.25/12.93/14.73 亿美元，对应 EPS 分别为 0.61/0.71/0.80 美元。公司所处赛道为家庭耐用消费品领域，且作为全球领先的电动工具及 OPE 龙头品牌商，我们选取同样经营电动工具及 OPE 业务的泉峰控股、格力博、巨星科技、大叶股份，以及同作为家庭耐用消费品&出海战略较为领先的石头科技、科沃斯作为可比公司。参考可比公司 Wind 一致预期 2025 年平均 PE 为 15 倍，考虑到公司在行业内占据龙头地位，多年来盈利能力稳步提升，品牌与技术优势明显，具备全球化资源配置能力，且公司 2020 年以来 PE-TTM 均值在 27 倍，我们给予公司 25 年 24 倍目标 PE，对应目标价 132.59 港币（汇率 1 美元=7.7813 港币），首次覆盖给予“买入”评级。

图表66：可比公司估值表（Wind 一致预期，截至 2024 年 1 月 14 日）

公司代码	公司简称	财报货币	市值（本地货币，亿）	净利润（财报货币，亿）				PE（倍）			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
2285 HK	泉峰控股	美元	87.49	-0.37	1.27	1.59	1.89	-30	9	7	6
301260 CH	格力博	人民币	63.98	-4.74	-	-	-	-13	-	-	-
002444 CH	巨星科技	人民币	384.50	16.92	22.43	27.38	32.72	23	17	14	12
300879 CH	大叶股份	人民币	32.65	-1.75	0.91	1.58	2.48	-19	36	21	13
688169 CH	石头科技	人民币	418.40	20.51	22.13	25.11	29.40	20	19	17	14
603486 CH	科沃斯	人民币	259.92	6.12	12.03	14.64	16.61	42	22	18	16
	平均值							4	20	15	12
0669.HK	创科实业	美元	1,781.92	9.76	11.25	12.93	14.73	23	20	18	16

注：1) 创科实业 2024-2026 年盈利预测来自华泰研究预测，其余参考 Wind 一致预期；2) 泉峰控股和创科实业市值为港币口径，报表为美元口径，其余公司均为人民币口径；3) 格力博暂无 Wind 一致预期的盈利预测与估值。

资料来源：Wind，华泰研究预测

图表67：2020 年以来创科实业 PE-TTM 变动趋势



资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

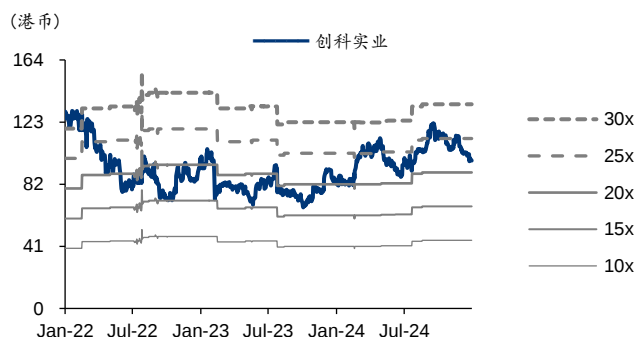
海外需求不及预期：公司业务收入与海外终端动销、客户补库需求等息息相关，若海外整体消费环境偏弱，将导致行业需求不及预期，进而影响公司收入与业绩。

贸易摩擦风险：公司主要市场集中在北美等海外区域，受国际政治摩擦和贸易冲突的影响较大，若后续公司所在业务领域受到关税加征等贸易事件冲击，公司经营表现或将受到影响。

原材料及海运成本上涨：公司核心部件自产，但成本与上游的锂电池、金属零部件等价格挂钩，且业务以海外为主，海运费对出口业务有一定扰动，若原材料及海运费大幅上行，将对公司盈利能力产生冲击。

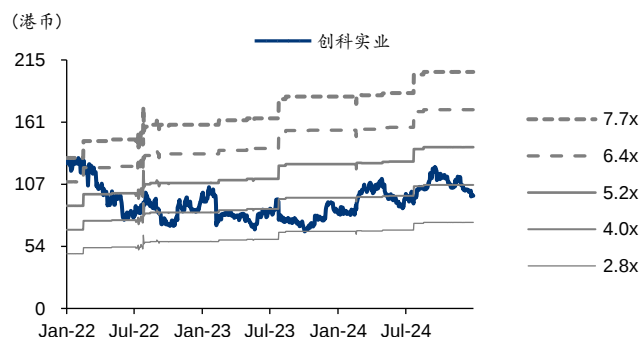
大客户合作风险：公司与大客户（核心渠道商）深度绑定，若公司与大客户停止合作，或是客户拓展不及预期，也将影响公司业绩表现。

图表68：创科实业 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表69：创科实业 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、刘思奇、周衍峰、倪正洋，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、刘思奇、周衍峰、倪正洋本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司