

巨星科技(002444)

报告日期: 2025 年 04 月 06 日

风雨难撼千钧锚定，工具巨星飞轮越壑

——巨星科技点评报告

投资要点

一、对等关税：危中育机，强者破局

事件：美国时间 4 月 2 日，特朗普政府正式宣布对全球贸易伙伴加征“对等关税”，对中国商品税率高达 34%，叠加此前措施，累计关税达 54%。此外，美国对所有贸易伙伴设定 10% 的“最低基准关税”。“对等关税”方面，对越南关税将高达 46%，泰国关税为 36%，该关税将于美国时间 4 月 9 日生效。

我们认为：短期对全球衰退及出口链的担忧情绪或将迅速升温至阶段性顶点，但需认识到，随着各国贸易谈判的推进及关税税率潜在调整，市场风险偏好将逐步修复。巨星科技作为手工具出海龙头，全球化能力超群，在关税周期中具备更强抗风险能力。

二、短期冲击测算：最悲观预期下，公司利润边际影响明确可控

关税传导路径明确：以 2024 年对美国出口为基准测算，美国收入占比 65%-70%，其中主要为 ODM 业务。一方面，**ODM 风险隔离：**ODM 采用 FOB 交付，货物所有权及风险在装运港转移至客户，关税成本明确由客户全额承担，且公司不会通过降价承担关税，对应地，公司将致力于降低制造成本，同步加速研发高性价比新品，进一步巩固客户粘性；另一方面，**OBM 涨价覆盖：**自有品牌产品因中国直供美国需承担 54% 累计关税，但公司自 4 月起启动提价，以终端售价 20 美元的商品为例，我们测算终端提价 11% 即可覆盖新增的 54% 关税成本。工具行业特性（出货价与终端售价存在 3-4 倍价差）支撑传导效率，且 2019 年 25% 关税已通过涨价完全消化，历史路径可复现。

三、中期格局推演：海外产能仍具备比较优势，仍是稀缺资源和稀缺能力

1、非美产能仍有比较优势：以越南为例，尽管本轮关税政策将中越工具类产品关税差从 45%（中国 45% vs 越南 0%）收窄至 33%（中国 79% vs 越南 46%），**但关税相对税率差依然显著**，以终端售价 20 美元的商品为例，我们测算中国/越南/泰国出货的产品终端分别涨价 11%/8%/4% 可覆盖此轮新增关税成本，东南亚价格调整空间更低，且基于全球工具制造产能长期集中于中国及东南亚，产能迁移壁垒高企，**东南亚综合成本仍具备显著比较优势**。此外值得注意的是，此前 232 条款下加征的钢铝 25% 关税将不与对等关税叠加，也为公司部分产品（如铁柜）提供了额外缓冲。

2、工具行业美国本土产能难言优势变强：由于本次为全球加征关税，工具上游依赖亚洲产业链，美国本土产能的原材料和人工成本仍是不小的挑战，制造成本上升幅度可能不低于关税税率幅度。因此，北美本土产能份额提升仍面临诸多阻碍。

3、我们认为，关税下美国建材零售商对供应链稳定性与全球化能力的要求趋严，加征关税无异于提升行业竞争门槛，**公司作为率先海外布局的龙头企业，有望借助全球产能布局能力获取更多份额。**

四、行业需求：短期冲击可控，降息带来中长期大周期机遇

①需求——关税冲击终端需求可控：复盘 2018-2019 年关税冲击，巨星和行业都展现出较强抗风险能力，行业单价较低，终端加价倍率高，需求价格弹性较低。具体看，关税落地后，行业增速稳定，龙头公司毛利平稳，净利逐渐回升。

②地产——降息反而提振地产需求：“对等关税”政策出台后，市场显著提高对美联储 2025 年降息次数的预期，截止至 2025/4/6，市场预期年度大概率降息 4 次，共 100bp。联邦基金利率迅速降低，或能迅速将美国住房按揭贷款利率向下触及 2020-2022 年低房贷利率的“锁定效应”，带来地产复苏斜率显著提高，进而提振工具需求。

五、公司 α：格局重构背景下，坚定拥抱产业链佼佼者

格局重构背景下，投资框架背景需调整，自主品牌与否不是唯一衡量体系。巨星在产业链地位较高，仅次于渠道，甚至某种意义上与渠道共进退（渠道自主品牌的核心代工方，行业 SKU 数量巨大，公司相对渠道有强供应链优势；公司相对行业竞对，有强渠道优势）。因此，在贸易格局存在变数的背景下，巨星具有更强的竞争优势，有望在本轮中攫取更多份额。

投资评级：买入(维持)

分析师：邱世梁

执业证书号：S1230520050001

qiushiliang@stocke.com.cn

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005

wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：王家艺

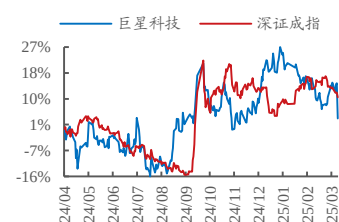
执业证书号：S1230523080015

wangjiayi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 27.35
总市值(百万元)	32,668.98
总股本(百万股)	1,194.48

股票走势图



相关报告

- 1 《长中短期的合力，出海浪潮的巨星》 2025.03.23
- 2 《格局更优化，巨星更闪亮》 2024.12.25
- 3 《收入加速、远超龙一，全球龙头星光闪耀》 2024.11.04

六、盈利预测及估值

尽管美国对等关税对出口链情绪形成短期压制，但就巨星而言，预计全年边际利润影响可控。工具行业未来随美国进入降息周期，行业景气度有望延续良好趋势拾级而上。巨星科技是我国工具行业出口龙头，参考上一轮加征关税后公司优秀表现，我们认为公司已锤炼出相当的外部风险抵御能力。预计 2024-2026 年公司归母净利润 24.1/28.5/34.9 亿元，同比增加 42.5%/18.4%/22.2%，当前市值对应 PE 为 13.6/11.5/9.4 X。同行业可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 19.4/16.0/13.7，巨星存在一定低估，维持“买入”评级。

七、风险提示

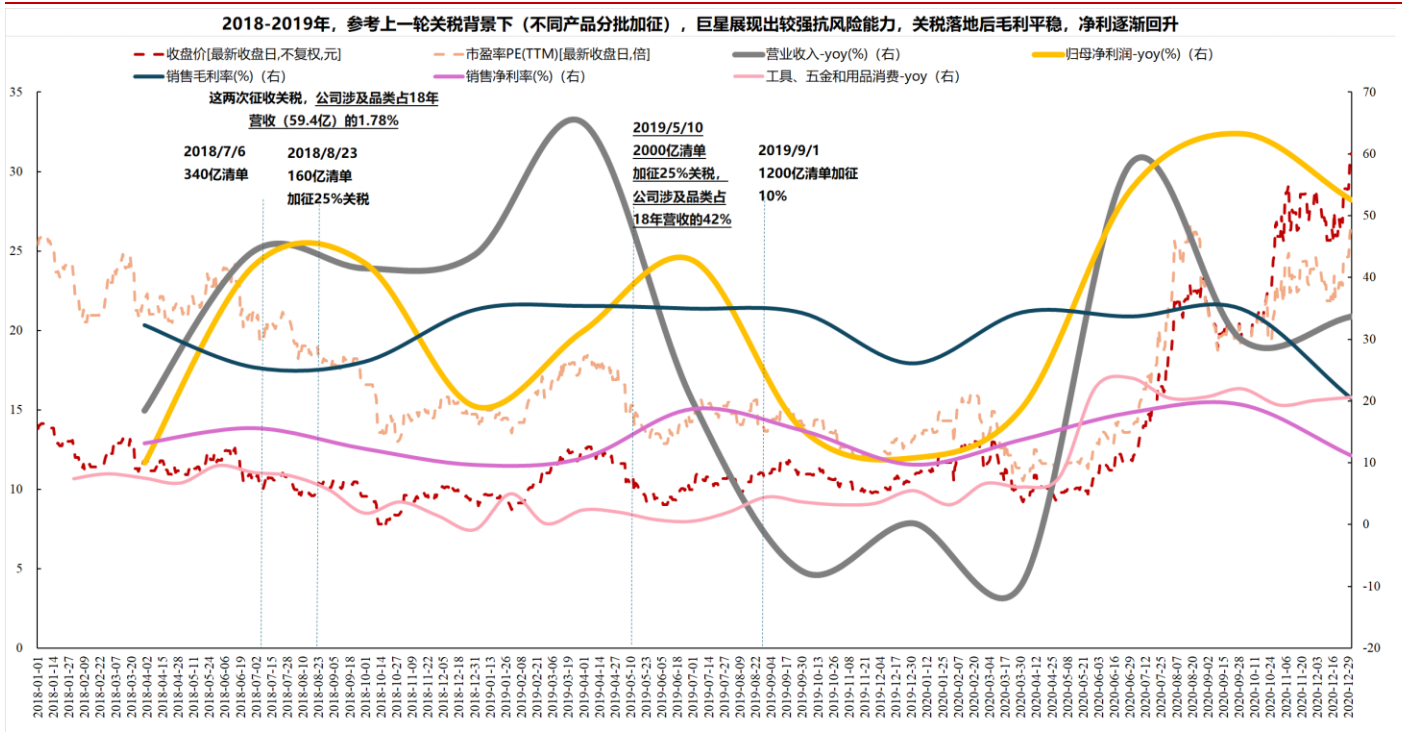
贸易摩擦风险，原材料价格波动风险，并购整合不及预期风险

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10,930	14,799	17,993	21,595
(+/-)(%)	-13.32%	35.40%	21.58%	20.02%
归母净利润	1,692	2,410	2,853	3,485
(+/-)(%)	19.14%	42.46%	18.38%	22.16%
每股收益(元)	1.42	2.02	2.39	2.92
P/E	19.31	13.56	11.45	9.37
ROE	11.39%	14.27%	14.45%	15.00%

资料来源：浙商证券研究所

图1: 巨星科技 2018-2019 年关税影响复盘 (公司收入、盈利情况; 行业终端增速)



资料来源: 公司公告, wind, 彭博, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	10,556	12,786	15,357	19,131
现金	5,179	5,989	7,246	9,244
交易性金融资产	123	123	123	123
应收账款	2,120	3,021	3,600	4,482
其它应收款	66	96	103	132
预付账款	104	124	164	191
存货	2,569	3,305	3,994	4,831
其他	396	129	129	129
非流动资产	9,127	9,712	10,164	10,571
金融资产类	17	17	17	17
长期投资	2,951	3,198	3,480	3,791
固定资产	1,727	1,746	1,766	1,781
无形资产	888	823	715	557
在建工程	270	305	369	390
其他	3,275	3,624	3,818	4,035
资产总计	19,684	22,498	25,521	29,702
流动负债	4,233	4,965	5,104	5,769
短期借款	1,103	1,133	908	751
应付款项	1,585	1,891	2,251	2,825
预收账款	0	0	0	0
其他	1,544	1,942	1,945	2,193
非流动负债	439	442	442	442
长期借款	1	1	1	1
其他	438	442	442	442
负债合计	4,671	5,408	5,546	6,211
少数股东权益	165	197	229	260
归属母公司股东权益	14,848	16,893	19,746	23,231
负债和股东权益	19,684	22,498	25,521	29,702

现金流量表

单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,126	1,809	1,838	2,525
净利润	1,695	2,443	2,884	3,516
折旧摊销	385	396	334	353
财务费用	(78)	15	14	12
投资损失	(241)	(543)	(543)	(543)
营运资金变动	335	(697)	(951)	(953)
其它	31	196	100	141
投资活动现金流	(662)	(629)	(342)	(358)
资本支出	(414)	(878)	(588)	(569)
长期投资	(406)	(293)	(296)	(332)
其他	158	542	543	543
筹资活动现金流	(1,232)	(423)	(239)	(169)
短期借款	(276)	29	(225)	(157)
长期借款	(798)	0	0	0
其他	(158)	(453)	(14)	(12)
现金净增加额	191	810	1,257	1,998

利润表

单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10,930	14,799	17,993	21,595
营业成本	7,454	9,964	12,227	14,450
营业税金及附加	44	55	69	83
营业费用	851	1,080	1,313	1,555
管理费用	776	962	1,170	1,360
研发费用	323	385	468	540
财务费用	(208)	(74)	(90)	0
资产减值损失	(25)	(1)	(1)	(1)
公允价值变动损益	50	0	0	0
投资净收益	241	543	543	543
其他经营收益	38	59	69	81
营业利润	1,997	2,806	3,352	4,088
营业外收支	(8)	18	(3)	2
利润总额	1,989	2,824	3,349	4,090
所得税	294	381	464	575
净利润	1,695	2,443	2,884	3,516
少数股东损益	3	33	32	31
归属母公司净利润	1,692	2,410	2,853	3,485
EBITDA	1,878	3,145	3,593	4,444
EPS (最新摊薄)	1.42	2.02	2.39	2.92

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-13.32%	35.40%	21.58%	20.02%
营业利润	18.36%	40.54%	19.46%	21.96%
归属母公司净利润	19.14%	42.46%	18.38%	22.16%
获利能力				
毛利率	31.80%	32.67%	32.05%	33.09%
净利率	15.48%	16.28%	15.86%	16.14%
ROE	11.39%	14.27%	14.45%	15.00%
ROIC	7.32%	12.22%	12.69%	13.79%
偿债能力				
资产负债率	23.73%	24.04%	21.73%	20.91%
净负债比率	-18.74%	-21.14%	-25.50%	-30.86%
流动比率	2.49	2.58	3.01	3.32
速动比率	1.83	1.86	2.17	2.42
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.70	0.75	0.78
应收账款周转率	5.47	6.43	6.46	6.26
应付账款周转率	5.08	5.82	6.01	5.78
每股指标(元)				
每股收益	1.42	2.02	2.39	2.92
每股经营现金	1.78	1.51	1.54	2.11
每股净资产	12.43	14.14	16.53	19.45
估值比率				
P/E	19.31	13.56	11.45	9.37
P/B	2.20	1.93	1.65	1.41
EV/EBITDA	12.92	8.42	6.96	5.14

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>