



Research and
Development Center

工具出海龙头，品牌化+全球布局共铸成长

—巨星科技(002444)公司首次覆盖报告

2025 年 05 月 08 日

姜文镒

新消费行业首席分析师

S1500524120004

jiangwenqiang@cindasc.com

龚轶之

新消费行业分析师

S1500525030005

gongyizhi@cindasc.com

王锐

机械行业首席分析师

S1500523080006

wangrui@cindasc.com

相关研究

1. 巨星科技：自主品牌高增，加速全球化布局

证券研究报告

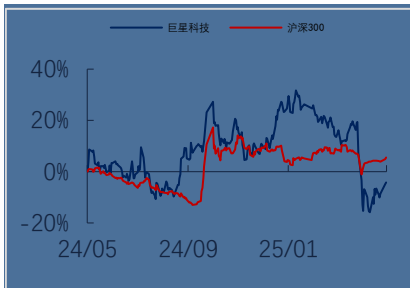
公司研究

公司首次覆盖报告

巨星科技(002444)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	24.40
52周内股价波动区间(元)	33.53-21.43
最近一月涨跌幅(%)	10.11
总股本(亿股)	11.94
流通A股比例(%)	95.70
总市值(亿元)	291.45

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编：100031

工具出海龙头，品牌化+全球布局共铸成长

2025年05月08日

本期内容提要：

◆**工具出海龙头，OBM收入占比持续提升。**巨星科技成立于1993年，从手工具产品ODM代工起家，长期深耕欧美市场，现已形成手工具、动力工具、激光测量仪器、存储箱柜四大产品线。2017年后公司聚焦工具主业，内生外延扩充品牌矩阵，拥有自创品牌Workpro/Sheffield/DuraTech及Arrow/Bea/SK等知名品牌，截至2024年OBM收入占比约47.9%。OBM业务持续增长、电动工具产品放量支持下，公司实现快速成长。2017-2024年公司收入CAGR为19.4%，净利润CAGR为22.7%；2024年收入、归母净利润分别实现35.4%、36.2%的增长，拥有较高增长势能。

◆**景气周期底部，市场份额有提升空间。**全球工具行业规模超千亿美元，其中手工具/动力工具占比分别约30%/38%，终端场景主要为欧美消费者房屋维修及汽修，DIY消费级产品占比较高，具有耐用消费品属性。1) 周期维度：工具行业价格随通胀起伏，波动主要受美国地产周期、库存周期影响。2023-2024年美国成屋销售阶段性见底但零售商去库导致需求承压，2024年下半年终端销售同比已回正、去库基本结束，行业底部位置明确。2) 竞争维度：工具行业下游零售商议价能力强，上游制造竞争激烈，导致品牌份额相对分散。ODM模式重渠道绑定，比拼成本；OBM模式则重品牌资源，壁垒显著。公司近年来积极搭建品牌矩阵，探索跨境电商渠道培育自有品牌，市场份额有提升空间。

◆**全球资源配置，构筑上下游坚实壁垒。**公司践行“聚焦主业，创新产品，运营品牌，布局全球”战略，构筑坚实壁垒：①渠道：深度绑定大客户，得宝/劳氏获取稳定订单，探索跨境电商寻求增量市场。②生产：坚持创新驱动，研发费用长期近3.0%，高频创新迭代切入新市场。2018年后已布局全球23个产能基地，降低成本规避高关税。③品牌：内生外延搭建品牌矩阵，扩品类+补短板完成OBM转型，在手资金充足仍有并购预期。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为24.2/30.1/36.8亿元，同比增速分别为5.1%/24.4%/22.2%。公司作为中国工具出海龙头，持续聚焦主业搭建品牌矩阵，全球化产能布局降低成本，深度绑定大客户并探索跨境电商渠道。尽管当前特朗普关税带来不确定性，但公司正积极转移产能，向下游涨价传导关税压力。长期来看随着新增产能释放，ODM+OBM业务共同发力、拓展电动工具品类、一带一路市场拓展均有望提升市场份额。公司短期承压不改长期竞争力，估值水平亦为历史低位水平，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险因素：**海外需求不及预期、下游库存堆积、贸易摩擦加剧。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	10,930	14,795	16,253	19,237	22,310
增长率 YoY %	-13.3%	35.4%	9.9%	18.4%	16.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,692	2,304	2,420	3,011	3,679
增长率 YoY%	19.1%	36.2%	5.1%	24.4%	22.2%
毛利率%	31.8%	32.0%	30.2%	31.7%	32.6%
净资产收益率ROE%	11.4%	14.0%	13.2%	14.5%	15.5%
EPS(摊薄)(元)	1.42	1.93	2.03	2.52	3.08
市盈率 P/E(倍)	17.23	12.65	12.04	9.68	7.92
市净率 P/B(倍)	1.96	1.78	1.59	1.40	1.23

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为2025年5月7日收盘价

目录

1、巨星科技：工具出海龙头，OBM 占比持续提升	5
1.1、公司简介：中国工具出海龙头，内生外延共筑成长	5
1.2、业务结构：坚定布局海外市场，OBM 占比持续提升	6
1.3、财务分析：稳健经营优质资产，受行业周期影响波动较小	7
2、工具行业：景气周期底部，市场份额有提升空间	9
2.1、市场规模：成熟行业扎根欧美，周期底部位置明确	9
2.1.1、规模：千亿美元市场，欧美地区占比较高	9
2.1.2、周期：需求端有波动，价格传导顺畅，销量牵动周期	10
2.1.3、展望：关税预期生变，关注远期需求变化	12
2.2、竞争分析：市场相对分散，ODM 重渠道，OBM 重品牌	13
2.2.1、市场格局：渠道话语权较强，品牌份额分散	13
2.2.2、竞争壁垒：产业定位不同，决定发展策略	14
3、竞争优势：全球资源配置，构筑上下游坚实壁垒	15
3.1、渠道：深度绑定客户，积极探索新渠道	15
3.2、生产：持续研发创新，全球化产能布局	16
3.3、品牌：内生外延并举，打造全品类矩阵	18
4、盈利预测及投资建议	19
4.1、盈利预测	19
4.2、投资建议	20
5、风险提示	21

图目录

图 1：公司营收规模及增速	5
图 2：公司归母净利润规模及增速	5
图 3：公司业务结构	6
图 4：公司收入以海外为主（%）	6
图 5：2024 年公司分地区收入结构（%）	6
图 6：公司 OBM 收入占比持续提升（%）	7
图 7：OBM&ODM 业务单季度收入增速（%）	7
图 8：公司 ROE 水平（%）	7
图 9：公司杜邦分析	7
图 10：公司内生增长收入增速（%）	8
图 11：公司主营业务真实净利率（%）	8
图 12：公司分业务单季度收入增速（%）	8
图 13：公司分业务单季度毛利率（%）	8
图 14：公司存货周转天数（天）	9
图 15：公司应收账款及票据周转天数（天）	9
图 16：全球工具行业规模增速（%）	10
图 17：2023 年全球工具行业品类结构（%）	10
图 18：2023 年全球工具行业地区分布（%）	10
图 19：2022 年一季度末美国工具行业产品类型分布（%）	10
图 20：20 年后美国高通胀推高工具产品价格	11
图 21：美国工具产品价格变动与通胀水平基本一致（%）	11
图 22：美国工具消费与地产高度挂钩（%）	11
图 23：美国渠道商库存水平在 2022-2023 年迎来高峰	11
图 24：美国房贷利率仍处高位（%）	12
图 25：美国工具产品下游零售商库存同比（%）	12
图 26：美国基准利率（%）	12
图 27：美国预期降息路径（%）	12
图 28：2022 年一季度末美国手工具产品零售商市场份额（%）	13
图 29：美国工具产品白牌占比较高（%）	13
图 30：2023 年美国手工具主要品牌份额	13
图 31：美国手工具市场 CR3（%）	13
图 32：2023 年美国动力工具主要品牌份额	14
图 33：美国动力工具市场 CR5（%）	14
图 34：家居用品主要零售商	14
图 35：泉峰控股深度绑定劳氏	14
图 36：史丹利百得品牌矩阵	15
图 37：创科实业品牌矩阵	15

图 38: 2019 年公司前五大客户收入占比 (%)	16
图 39: 公司前五大客户收入占比维持高位 (%)	16
图 40: 公司研发费用率 (%)	16
图 41: 公司 20V 锂电池产品取得突破.....	16
图 42: 公司产销规模较大	17
图 43: 公司积极扩充自有产能 (亿元)	17
图 44: 公司全球产能布局	17
图 45: 公司固定资产率维持较高水平	17
图 46: 公司推出针对女性群体的工具产品	18
图 47: 公司产品性价比优势明显	18
图 48: 公司产品矩阵梳理	18
图 49: 公司经营性现金流规模	19
图 50: 公司货币资金充裕	19
图 51: 公司收入拆分及预测	20
图 52: 可比公司估值表	20
图 53: 公司 PE TTM 估值水平	21

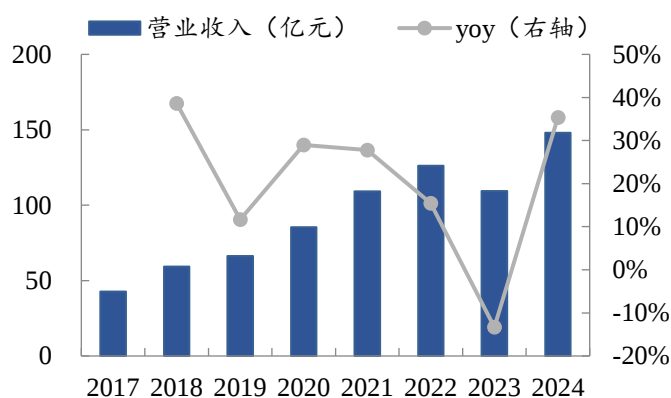
1、巨星科技：工具出海龙头，OBM 占比持续提升

1.1、公司简介：中国工具出海龙头，内生外延共筑成长

巨星科技是中国工具行业出海龙头，自 1993 年成立起深耕工具制造领域，产品主要销往欧美市场，以手工具为基础拓展海外客户，先后开发手工具、电动工具、激光测量仪器、存储箱柜等产品线，业内具有良好口碑，消费级+专业级产品均受消费者认可。

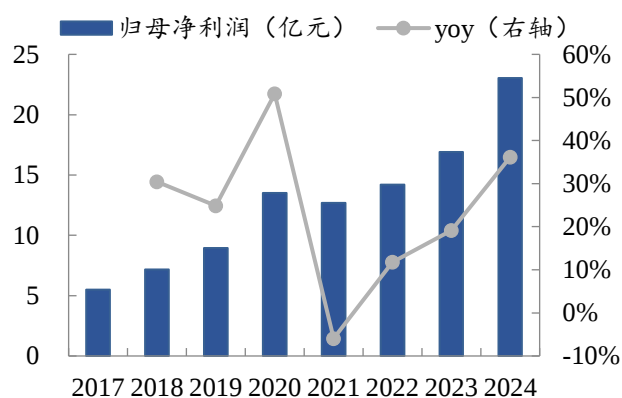
聚焦工具主业，内生外延并举。2017 年起公司聚焦主业，抓住全球工具产业链重构的时代机遇，外延+内生大力发展自主品牌业务（OBM），叠加渠道和产能扩张，尽管期间遭遇疫情及美国关税带来的扰动，整体依然实现快速增长。2017-2024 年公司营业收入由 42.8 亿元上升至 148.0 亿元（CAGR 约 19.4%）；同期归母净利润由 5.5 亿元上升至 23.0 亿元（CAGR 约 22.7%）。2024 年公司收入、归母净利润分别实现 35.4%、36.2% 的增长，北美需求企稳、下游客户去库结束、新品类扩张、自有品牌持续增长均助力公司重拾增长动能。

图 1：公司营收规模及增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：公司归母净利润规模及增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

复盘来看，公司发展历程可分为三大阶段：

1. 1993-2009 年：创业初期，搭建 ODM 业务

1993 年公司前身巨星工具成立，在拥有外贸背景的董事长仇建平带领下从传统贸易商起家积累原始资本并借助欧美渠道获取海外订单，逐步引入国外技术及专利提升制造实力，并通过外协手段扩大接单能力，跑通 ODM 业务模式。截至 2008 年，公司手工具出口份额已位居国内第一，是美国家得宝、劳氏等下游大客户在亚洲最大的手工具供应商。

2. 2010-2016 年：巩固 ODM，探索新兴业务

2010 年公司在深交所上市，继续深耕工具主业拓展客户、扩大产能，并创立自主品牌 WorkPro、Sheffield 并收购美国品牌 Goldblatt，试水 OBM 业务。此外，公司也在积极进行外延扩张，探索新兴业务。2015 年公司收购华达科捷开拓激光测量领域，并于 2016 年成立欧镭激光实现产品自主研发。

3. 2017 年至今：转型 OBM，内生外延并举

2017 年开始公司启动 OBM 转型，开启大规模品牌并购以扩充品牌矩阵、切入新兴品类。2017 年公司收购美国知名气动工具品牌 Arrow 进入电动工具领域，2018 年收购 Lista 欧洲业务进入工具存储箱柜领域，后继续收购 Swiss+Tech、Shop-Vac、BeA 等多个海外品牌补充细分品类布局，**形成手工具+电动工具+激光测量+存储箱柜的产品结构**。在此期间，公司自创的自主品牌亦成功拓展跨境电商渠道，在亚马逊平台开设店铺实现快速增长。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 5

2016-2023 年，在聚焦主业战略指引下，公司通过内生外延扩张实现快速增长，OBM 业务收入占比由不足 10%提升至接近 50%，成功实现转型。

1.2、业务结构：坚定布局海外市场，OBM 占比持续提升

公司业务主要分为：1) 手工具、2) 电动工具、3) 工业工具。其中，手工具为公司传统主业，发展时间最早、业务规模最大，主要包括面向海外商超客户的 ODM 业务和面向消费者的 OBM 业务，2024 年收入占比约 68.1%、毛利率约 32.1%。电动工具则是公司 2021 年后重点发力的品类，收购德国 BeA 后加快业务扩张步伐，在主流 20V 锂电产品上实现突破并获得大客户订单，进入产品迭代和渠道扩张的加速成长阶段。2024 年实现收入约 14.4 亿元、同比增长 36.5%。工业工具主要包括激光测量、存储箱柜两块业务，面向 B 端用户为主，受全球工业投资影响较大，近年因下游去库导致增速有所放缓，但公司持续优化产品、拓展渠道以应对市场环境变化。截至 2024 年，公司工业工具收入占比约 21.8%、毛利率 35.6%。

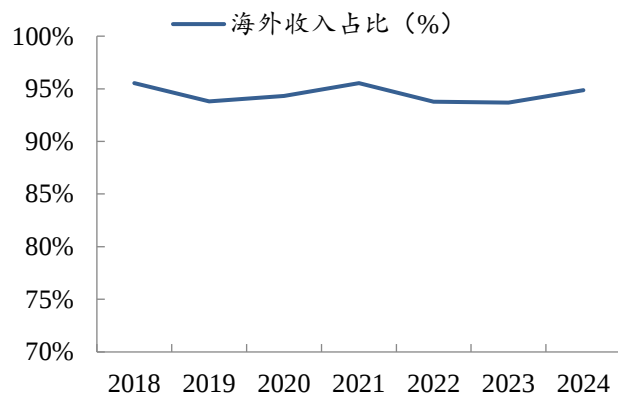
图 3：公司业务结构

业务	24年收入 (亿元)	24年收入占比 (%)	24年毛利率 (%)	说明
手工具	100.7	68.1%	32.1%	手工具业务为公司传统主业，从ODM扩张至OBM业务，并已实现消费级至专业级的完善品牌布局。ODM下游为海外商超客户，OBM下游为经销商及通过亚马逊等电商平台直面消费者。
电动工具	14.4	9.7%	23.8%	2017年收购美国Arrow切入电动工具市场，2021年收购德国BeA加快品牌布局，近年来作为战略性业务不断加码，现已实现20V锂电产品突破进入主流市场。
工业工具 (激光测量+存储箱柜)	32.3	21.8%	35.6%	包括激光测量、存储箱柜两块业务，以2B业务为主，受全球工业投资影响较大。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

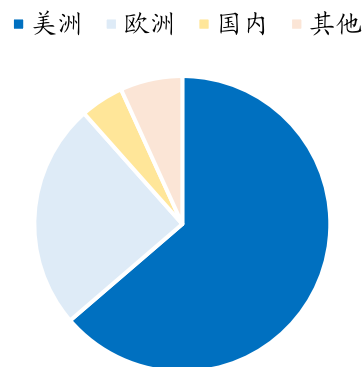
海外业务为主，北美市场占比超 60%。公司自成立之初即以海外业务为主，并且手工具及后续拓展的电动工具等品类主要消费市场位于欧美，因公司主要市场位于海外，2018-2024 年海外收入占比均值 94.5%，2024 年继续保持在 94.9%的高位。具体地区分布上，以美国为主的美洲地区是绝对大头，2024 年收入占比约 63.4%，因此美国需求变动对公司业务有较大影响；其次是前期收购 Lista、BeA 等品牌承接销售渠道和客户体系所进入的欧洲市场，2024 年占比约 24.6%；此外，公司积极拓展一带一路国家市场，目前占比相对较小。

图 4：公司收入以海外为主 (%)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

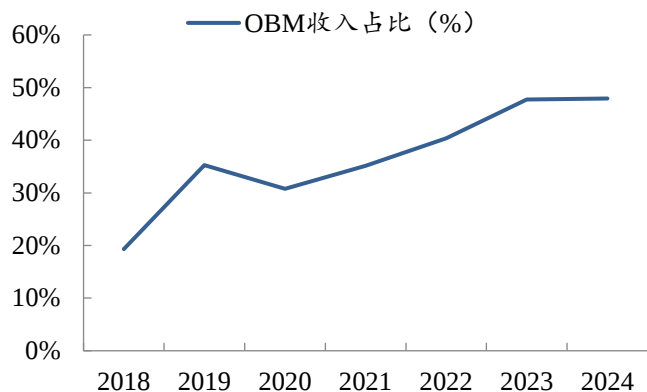
图 5：2024 年公司分地区收入结构 (%)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

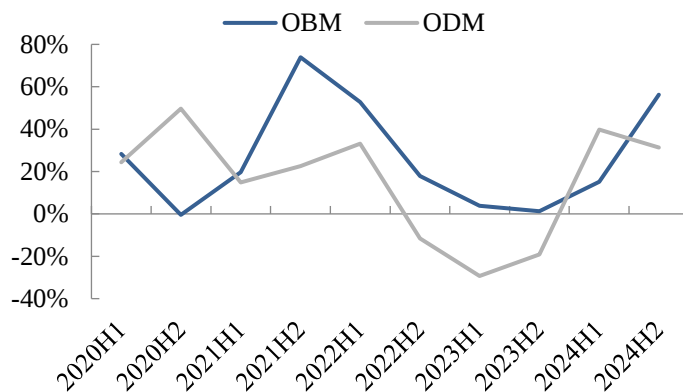
坚定推进自主品牌战略，通过外延并购和自主孵化完善品牌矩阵，OBM 业务发展卓有成效。2018 年开始 OBM 收入占比进入持续上升通道，截至 2024 年已达到 47.9%。OBM 业务拓展一方面有助于利润率提升，另一方面通过直面消费者能平抑业绩波动。2020 年开始 OBM 季度收入同比增速整体高于 ODM 并且在 2022-2023 年行业需求底部仍能维持正增长。

图 6: 公司 OBM 收入占比持续提升 (%)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 7: OBM&ODM 业务单季度收入增速 (%)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

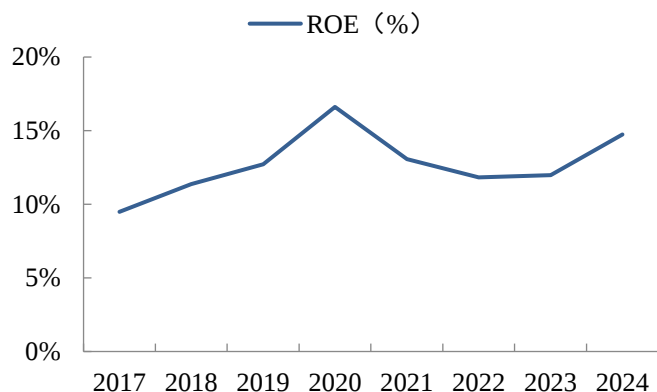
1.3、财务分析: 稳健经营优质资产, 受行业周期影响波动较小

梳理公司财务数据可以看出, 作为工具行业龙头其 ROE 水平及增长&盈利情况均保持较优水平, 但由于: ①行业景气周期 (需求/原材料成本/海运费等因素)、②投资性资产表现&汇率变动、③商业模式变化影响, 依然会出现小幅波动。

从 ROE 角度看, 公司 2017-2024 年平均 ROE 约为 12.7%, 维持较高水平, 符合优质资产特征。2017-2020 年尽管贸易摩擦、疫情相继发酵但公司主业利润率保持相对稳定并有投资收益、汇兑损益额外贡献使得净利率从 13.0% 上升至 16.0%。此外, 公司总资产周转率、负债率期间亦有所上行, 分别由 0.57、1.30 提升至 0.69、1.53, 共同带动 ROE 加速提升。2020 年后公司净利率受行业景气下行同步走弱, 资产周转率亦有所下行, ROE 水平出现回落。2023 年公司净利率在投资收益、汇兑收益影响下出现上行, 但主营业务真实净利率 (剔除上述因素影响的净利率水平) 直至 2024 年初才显露修复迹象。

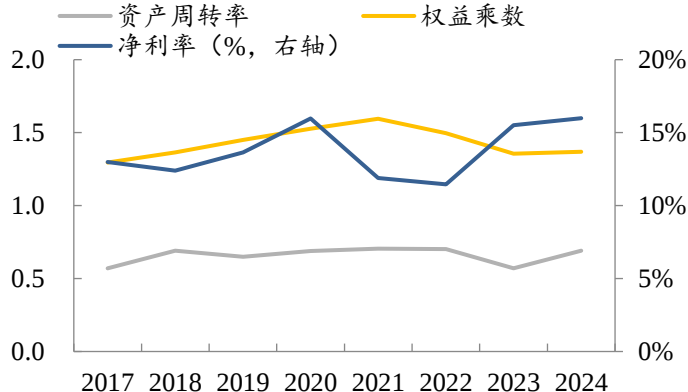
总体而言, 净利率水平变化是引发公司 ROE 波动关键, 其背后反映的是行业景气周期起伏, 但公司持有投资性资产表现及汇率变化导致的汇兑损益则干扰了指标一致性, 因此我们从主营业务真实利润率入手可以更好的把握公司经营状况。

图 8: 公司 ROE 水平 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9: 公司杜邦分析



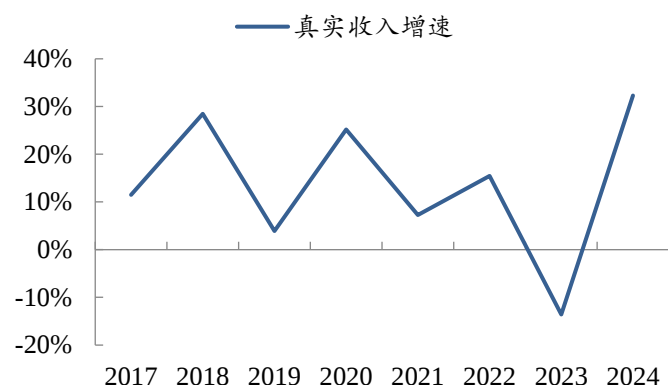
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

■ 成长性&盈利性：表观增长稳健，内生业务略有波动

由于公司采取“内生+外延”的扩张策略，剔除并购并表收入、投资&汇兑损益等影响可以更好反映行业需求波动和盈利水平。经处理后可以发现，公司尽管表观财务数据增长稳健，但受到所处工具行业特性影响依然呈现一定周期性波动。

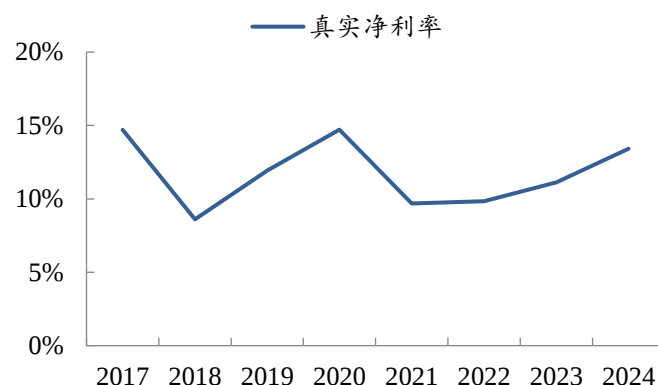
2017-2024 年，公司内生增长收入中枢约 13.8%，高于行业整体个位数增长水平；真实净利率中枢约 11.8%，随行业景气变化，需求&供给因素先后成为主导因素。2018 年贸易摩擦爆发，虽然公司收入端依靠产品、渠道拓展实现较好增速，但成本上涨使得真实净利率下降。2019 年贸易摩擦压力进一步显现，并且下游客户考虑到公司综合成本更低的海外产能建设暂缓下单，收入增速阶段性承压，真实净利率也仅略有回升。2020 年公司海外产能投产，疫情+海外刺激政策催生需求，收入增速、净利率水平显著上行。2021 年需求继续旺盛，高基数上持续增长，但高通胀、海运费、原材料成本上涨使利润率下滑。2022 年下半年行业开始去库，直至 2024 年市场需求方止跌回稳，期间公司真实净利率相对稳定直至 2024 年底开始恢复。

图 10：公司内生增长收入增速（%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心（注：剔除当年并购资产收入计算同比增速）

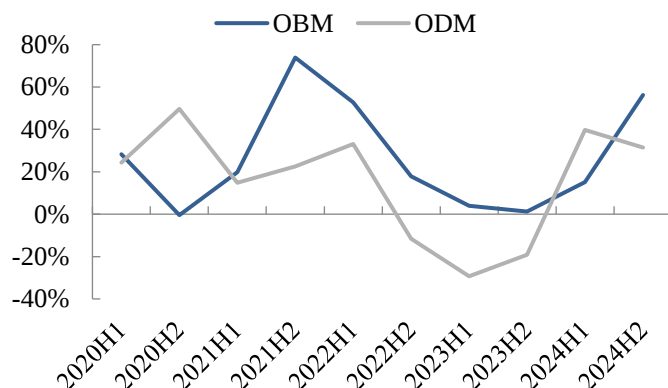
图 11：公司主营业务真实净利率（%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心（注：剔除投资性收益、财务费用、资产减值&处置计算的净利率水平）

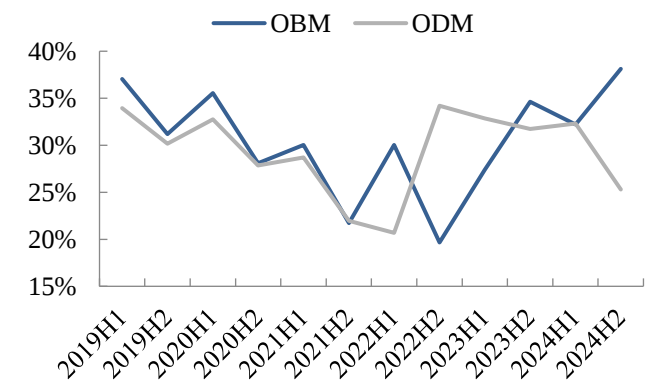
积极从 ODM 转型 OBM，自有品牌业务占比不断提升。1) OBM 业务虽然也受到行业周期影响，但波动性小于 ODM，对公司收入增速波动企稳有较大帮助。例如 2022-2023 年行业景气低点，OBM 业务单季度收入依然维持正增长。2) 利润率方面，受行业属性影响，OBM、ODM 毛利率均会随着景气周期波动，并且中枢水平也较为接近。2021H2-2022H2，公司分业务毛利率均处于底部区间，而在此后开始有所复苏。

图 12：公司分业务单季度收入增速（%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 13：公司分业务单季度毛利率（%）

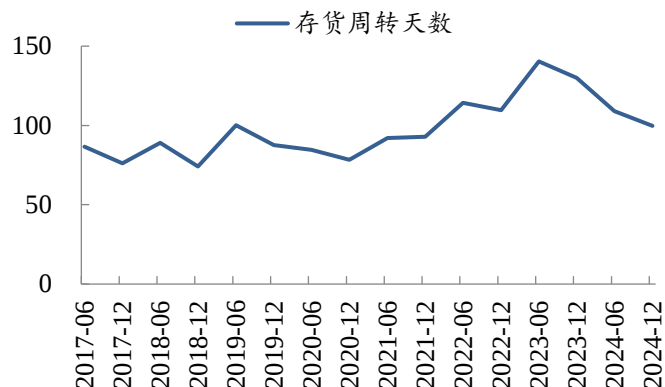


资料来源：Wind，信达证券研发中心

■ 运营效率：运营效率领先，存货周转存在波动

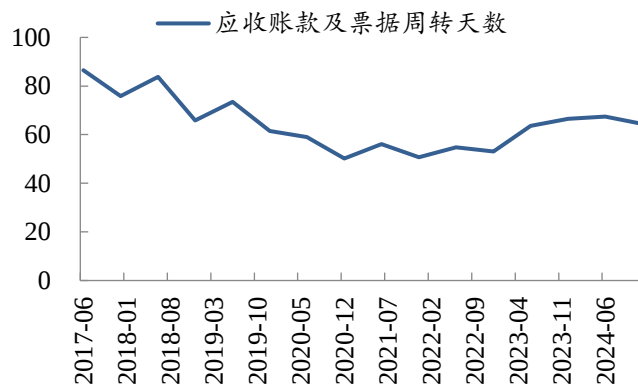
运营效率始终保持较好的管理水平。1) 存货周转方面，2018-2021 年公司存货周转天数均值约 86.2 天，整体保持相对稳定水平。2021-2023 年中存货开启一轮上行，前期主要来源于原材料价格、海运费上涨促使公司加大备货主动增加库存，2022 年下半年则由于需求端走弱开始面临去库压力。另一方面，也和公司 OBM 业务占比提升尤其是跨境电商业务增长有一定关系，反映出商业模式的变化。2024 年底，公司存货周转天数已回落至 99.8 天。2) 应收账款及票据方面，得益于公司与下游客户稳定的关系及自身运营效率，应收账款及票据周转天数自 2017 年开启下行直至 2020 年后基本维持在接近 60 天的水平。

图 14: 公司存货周转天数 (天)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15: 公司应收账款及票据周转天数 (天)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2、工具行业：景气周期底部，市场份额有提升空间

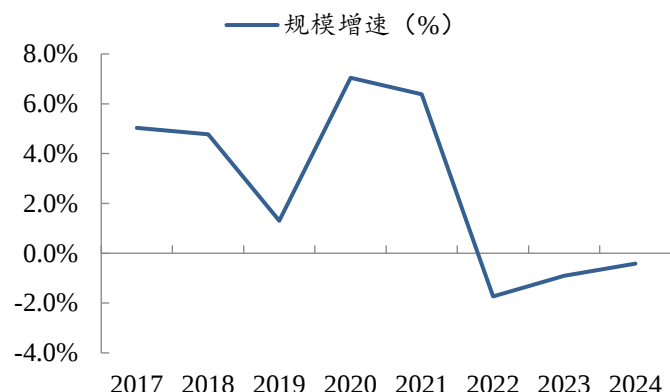
2.1、市场规模：成熟行业扎根欧美，周期底部位置明确

2.1.1、规模：千亿美元市场，欧美地区占比较高

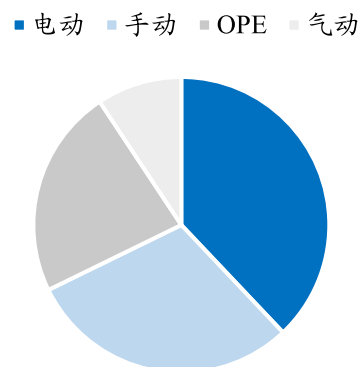
公司主营业务属于工具行业，按产品类型主要包括手工具 (Hand Tools)、电动工具 (Power Tools) 及工业工具 (Industrial tools)，主要用于家庭住宅维护、建筑工程、车辆维修养护、地图测量测绘等领域。由于工具耐用消费品的特征且行业已进入成熟阶段，市场规模增长相对稳定，其中历年更新需求占销量的相当比重。

工具行业市场长期保持低个位数稳健增长，2022 年全球市场规模已突破千亿美元。分阶段看，2018 年起由于先后遭遇贸易摩擦、疫情等外部冲击，工具行业波动有所加大，2019 年市场增速阶段性下滑但很快在欧美加大补贴、渠道补库下迎来 2020-2022 年的景气上行阶段，2023 年开始行业因去库和海外高通胀转而面临阶段性压力。由于工具产品耐用属性，市场规模绝对值保持相对稳定，我们预计未来量仍会保持相对韧性而价则随通胀水平上行。

电动化趋势明显，更高效率推动产品迭代。2023 年手工具、电动工具分别占工具行业市场的接近 30%、38%，电动工具由于其便携性高、操作简单、功能多样等效率提升优势，已成为工具行业的主流产品，因此公司也在加大相关领域布局。

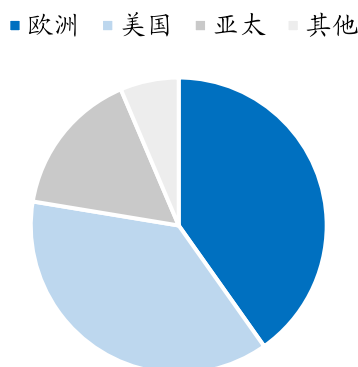
图 16: 全球工具行业规模增速 (%)


资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

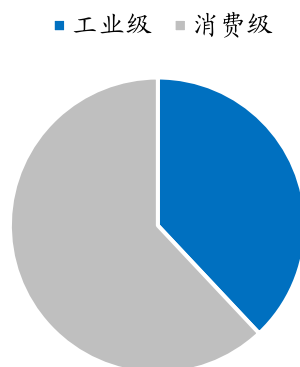
图 17: 2023 年全球工具行业品类结构 (%)


资料来源: 艾瑞咨询, 中国财富网, 信达证券研发中心

全球工具行业在地区分布、产品类型上分层明显, 欧美市场占绝对大头。由于北美及欧洲地区消费者大多使用独立式建筑且人均居住面积大、汽车保有量高, 叠加相对较高的劳动力成本, 家庭建筑维修维护及汽修成本均较高, 使其倾向于以 DIY 方式自行开展维修维护工作, 并且产生 DIY 文化, 对工具产品具有较强需求。从全球工具行业地区分布上看, 欧美合计占比约 77.6%, 依然是全球最大的消费市场。从终端场景上看, 消费级产品占大头, 例如美国截至 2022Q1 消费级产品占比 60%以上。

图 18: 2023 年全球工具行业地区分布 (%)


资料来源: 艾瑞咨询, 中国财富网, 信达证券研发中心

图 19: 2022 年一季度末美国工具行业产品类型分布 (%)


资料来源: Openbrand, 信达证券研发中心

2.1.2、周期: 需求端有波动, 价格传导顺畅, 销量牵动周期

由于公司工具产品主要出口北美, 我们重点关注美国需求情况。尽管工具产品作为渗透率较高的耐用消费长期复合增速中枢较稳健, 但其与房屋翻新维护需求高度挂钩的地产链属性以及零售商库存调节行为使得宏观因素(关税/通胀/利率等)变动背景下依然会出现景气起伏。

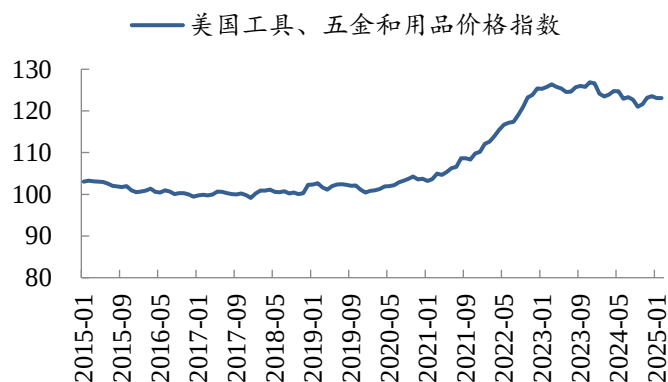
拆解工具行业周期来看, 我们认为美国工具行业主要呈现“价格随通胀同步变动, 销量的波动较大”的特征。

■ 价: 通胀同步调整, 向下游传导能力较强

工具产品作为居家必备的高渗透率耐用品, 美国消费者更注重质量而对价格敏感度不高, 并且由于行业相对成熟, 价格变动与通胀水平基本保持一致。2020 年起由于疫情后美国降息

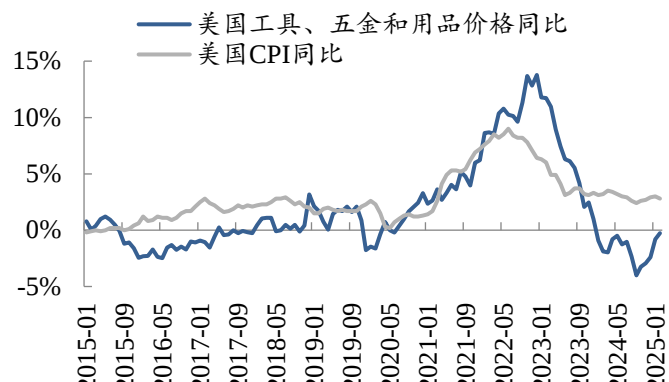
及消费补贴带来高通胀，工具产品均价中枢抬升，2022 年 12 月月度同比增速触顶来到 13.8%。由此可见，工具产品由于其产品属性能较好的向下游消费者传导通胀压力，并且往往“只升不降”，2023 年起美国五金工具用品价格指数一直维持在 120 以上的历史高位。

图 20：20 年后美国高通胀推高工具产品价格



资料来源：Wind，信达证券研发中心（注：以 2017 年=100）

图 21：美国工具产品价格变动与通胀水平基本一致（%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

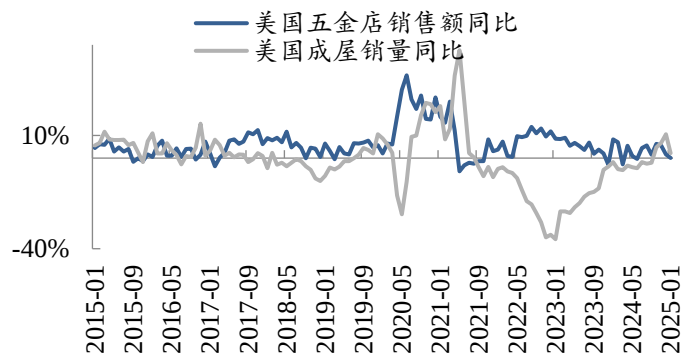
■ 量：地产直接影响，零售商库存放大波动

影响美国工具行业景气的核心变量是地产周期和库存周期。

工具产品主要消费场景为房屋维护翻新，房屋交付前后出于翻新提升价值以及新房装修都会催生出大量工具使用需求，工具行业是典型的地产链行业。从数据验证上看，美国五金店销售额与美国成屋销售呈现高度关联趋势，地产数据向好往往带动五金工具销售景气上行。

过去十年维度看，美国五金工具销售曾与地产数据出现过 2 次背离，一次是 2020 年初疫情所致，而第二次则是 2022-2023 年，持续时间更长。数据背离的主要原因在于零售商的库存调节行为，尤其是在第二次背离中因通胀高企+居家办公带来的行业景气，虽然地产数据因高利率走弱，但零售商囤积大量库存的行为支撑需求，期间库销比由 2022 年初的接近 2.1 提升至 2023 年中的高点 2.5 左右。这也导致在 2023 年下半年零售商开启去库后，叠加内生性需求尚未修复，上游工具制造商订单明显承压。

图 22：美国工具消费与地产高度挂钩（%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 23：美国渠道商库存水平在 2022-2023 年迎来高峰

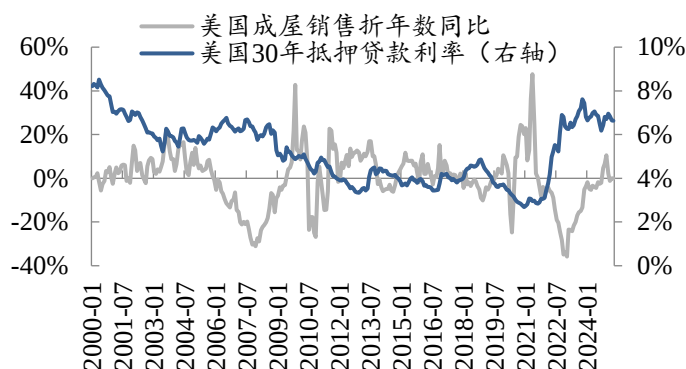


资料来源：Wind，信达证券研发中心

2.1.3、展望：关税预期生变，关注远期需求变化

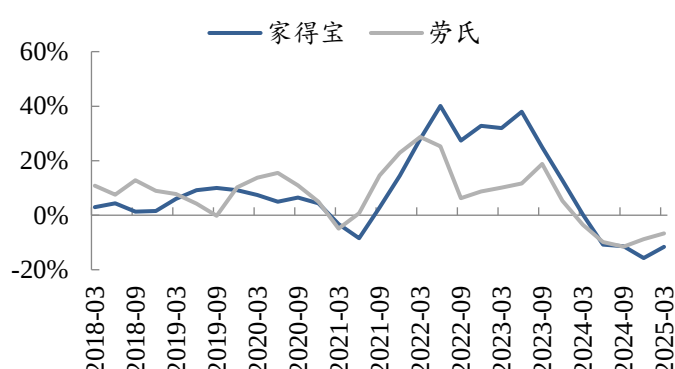
工具行业景气周期底部较为明确，理由有二：1) 成屋销售同比回正。工具行业与地产强相关，2022 年高通胀导致房贷利率高企，地产数据持续下行，美国成屋销售折年数已经从 600 万套以上的高点回落至 2023-2024 年的接近 400 万套水平，并且在 2024 年下半年成屋销售同比回正，进一步下探的概率不大。虽然房贷利率仍居历史高位区间，但我们预计继续上行空间有限。2) 渠道库存清理完成。2022 年零售商累库行为导致行业需求偏离真实水平，也导致 2023-2024 年去库过程中上游制造商的压力较大。2024 年底我们看到北美主流家居零售商家得宝、劳氏等存货同比均已进入下滑区间，绝对额亦回落至 2022 年初水平。我们认为渠道去库的负面影响已经较小，后续行业需求回归下游真实需求水平。

图 24：美国房贷利率仍处高位（%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 25：美国工具产品下游零售商库存同比（%）

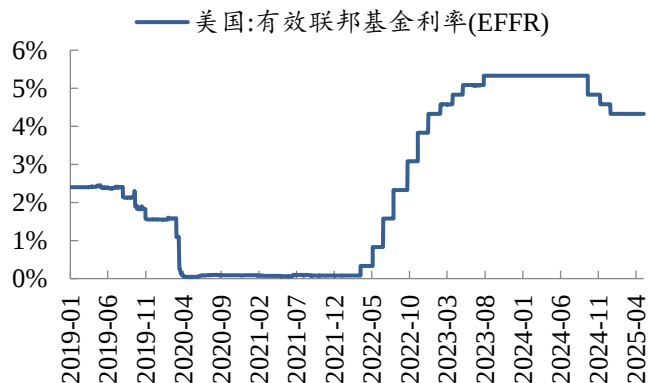


资料来源：Wind，信达证券研发中心

尽管底部区间的位置明确，但 2025 年 4 月推出的特朗普“对等关税”带来变数，不确定性在于关税落地后若导致高通胀持续，美联储可能延迟降息节奏，进而导致美国地产复苏滞后，工具行业量的修复也将同步推迟。

2025 年 5 月初美国联邦基金利率约 4.33%，当前市场一致预期为年内开启 3 次降息至 3.50%-3.75%。对比历史水位，若美国利率中枢维持该水平，则成屋销售可能还将面临压力。虽然工具产品由于价格传导能力强可以同步通胀传导压力，但销量承压下行业在远期可能呈现“价增量减”态势，底部趋势反转尚不明确。

图 26：美国基准利率（%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心（注：数据截至 2025/5/6）

图 27：美国预期降息路径（%）

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/5/7					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	98.2%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	33.6%	65.8%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	23.1%	55.6%	20.9%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	19.0%	49.7%	27.2%	3.8%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	12.3%	38.7%	35.3%	12.2%	1.4%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	8.7%	30.7%	36.3%	19.1%	4.6%	0.4%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.1%	3.7%	18.0%	33.1%	29.1%	13.0%	2.8%	0.2%
2026/3/18	0.0%	0.0%	1.6%	9.9%	24.5%	31.3%	22.1%	8.8%	1.7%	0.1%
2026/4/29	0.0%	0.4%	3.6%	13.4%	26.1%	29.2%	18.9%	7.0%	1.3%	0.1%
2026/6/17	0.1%	1.3%	6.2%	16.8%	26.9%	26.4%	15.7%	5.5%	1.0%	0.1%
2026/7/29	0.3%	2.0%	7.8%	18.3%	26.9%	24.8%	14.2%	4.8%	0.9%	0.1%
2026/9/16	0.6%	3.1%	9.7%	19.9%	26.5%	22.9%	12.5%	4.1%	0.7%	0.1%
2026/10/28	0.5%	2.8%	8.9%	18.6%	25.7%	23.3%	13.7%	5.1%	1.1%	0.1%
2026/12/9	0.3%	1.8%	6.3%	14.5%	22.7%	24.3%	17.8%	8.7%	2.8%	0.6%

资料来源：CME，信达证券研发中心（注：数据截至 2025/5/6）

2.2、竞争分析：市场相对分散，ODM 重渠道，OBM 重品牌

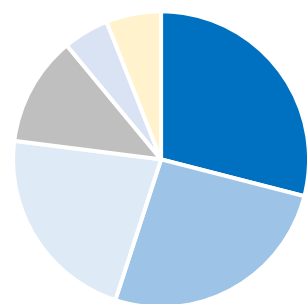
2.2.1、市场格局：渠道话语权较强，品牌份额分散

下游渠道集中而品牌分散，渠道商话语权较强。从产业链环节看，上下游依次为“制造商-品牌商-渠道商-消费者”，由于传统手工具制造端壁垒较低、竞争激烈，品牌商大多采取贴牌代工方式生产，而渠道商则与品牌方合作或自行下单生产自有品牌产品。

欧美消费者倾向于在实体零售渠道一站式采购家居用品，因此以家得宝、劳氏为代表的连锁商超具有较强话语权并形成寡头垄断，2022 年一季度末其北美市场份额分别达到 29%、26%。而在上游制造环节，众多以中国企业为主的制造企业承接海外渠道或品牌方订单，同质化较为显著，更多比拼价格。因此北美市场白牌产品占比较高，手工具、动力工具白牌占比在 2017-2023 年的中枢分别为 88%、42%。

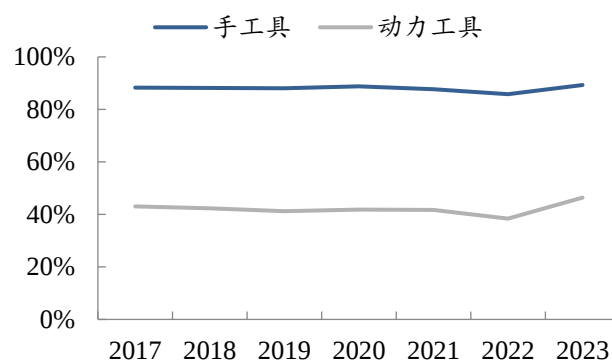
图 28：2022 年一季度末美国手工具产品零售商市场份额（%）

■ 家得宝 ■ 劳氏 ■ 沃尔玛 ■ 亚马逊 ■ SEARS ■ 其他



资料来源：Openbrand，信达证券研发中心

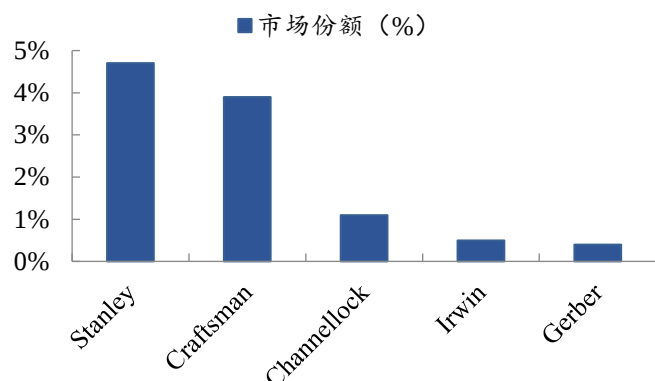
图 29：美国工具产品白牌占比较高（%）



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

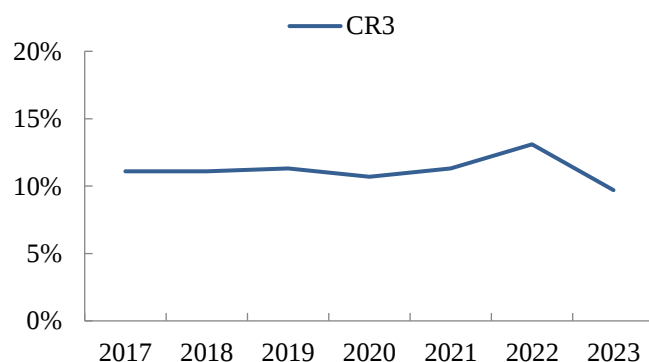
由于充沛的上游供给和与消费者走得更近的渠道商存在，工具品牌方集中度也不高，产品技术含量更高的电动工具相对较好。只有真正有消费者认知和粉丝圈层的大品牌才能形成品牌黏性，收获品牌溢价。美国手工具市场 CR3 约 10%，主要品牌为 Stanley、Craftsman、Channellock，2023 年市占率分别达到 4.7%、3.9%、1.1%，其余品牌市占率则均不足 1%。

图 30：2023 年美国手工具主要品牌份额



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

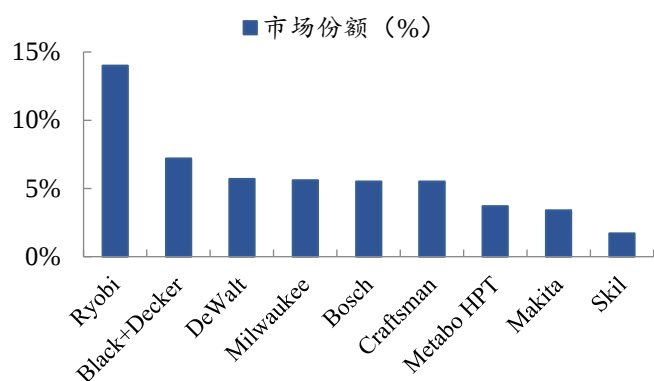
图 31：美国手工具市场 CR3（%）



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

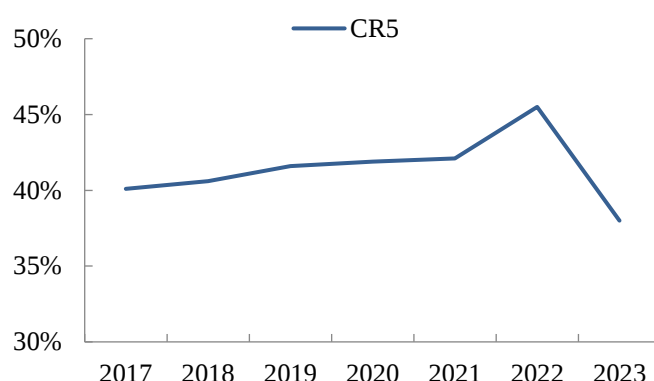
电动工具由于产品技术较手工具更为复杂，拥有设计能力和品牌认知的品牌方能获取更大份额，因此 CR5 在 2017-2023 年均值约为 41.4%。主要品牌包括 Ryobi (14%)、Black+Decker (7.2%)、DeWalt (5.7%)、Milwaukee (5.6%)、Bosch (5.5%) 等。

图 32：2023 年美国动力工具主要品牌份额



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

图 33：美国动力工具市场 CR5 (%)



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

2.2.2、竞争壁垒：产业定位不同，决定发展策略

基于工具行业的生态，不同产业地位&业务模式决定公司发展策略，ODM、ODM 模式下各有侧重：

■ ODM 制造商：重在渠道壁垒，绑定下游客户

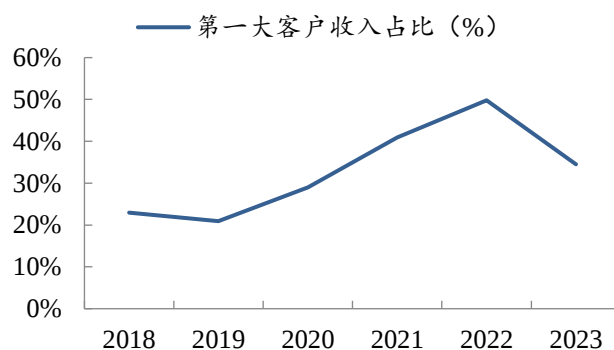
由于北美家居零售商在行业内具有较强话语权，掌握 C 端消费者资源，因此作为 ODM 制造商能与下游大客户强绑定是重要的渠道壁垒，保证源源不断的订单获取；其次则是不断降低成本扩大规模优势，从而接到更多订单形成正循环。以电动工具制造商泉峰控股为例，其下游客户主要为美国劳氏，通过其庞大的销售网络有效提升了生产规模，2023 年收入占比接近 34.5%。

图 34：家居用品主要零售商



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 35：泉峰控股深度绑定劳氏



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

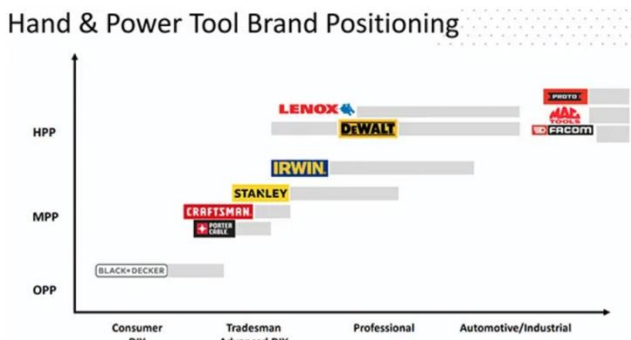
■ OBM 品牌方：打造品牌矩阵，获取品牌溢价

对于品牌方而言，渠道依然是重要资源，但能提供更高收益空间、带来品牌溢价的本身才是真正的壁垒。纵观美国市场份额靠前的品牌，大多拥有较长发展历史和稳固的客群基础，已经形成较强的市场认知和渠道网络，新创品牌在原有体系下难以轻易撼动地位，并且下游零售商在货架有限情况下也没有动力支撑新品牌发展。

因此在策略选择上，品牌方大多采取外延并购搭建品牌矩阵的方式构建或巩固市场地位，这样做的好处有二：1）通过并购成熟品牌，能最快承接客群和渠道，避免培育失败的风险；2）工具行业细分场景众多，SKU 数量大，并购能有效扩展品牌方业务边界，进而形成生态解决消费者一站式需求。

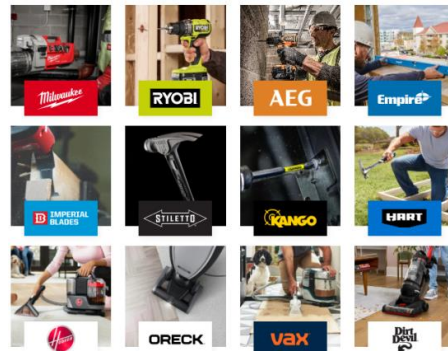
参考行业经验，工具龙头史丹利百得即采取多品牌布局，在手工具/电动工具均有布局，价格带横跨高中低端，手握 Stanley、DeWalt、Craftsman 等众多知名品牌。无独有偶，在电动工具领域市场地位领先的创科实业同样采取多品牌策略，通过并购方式获得了 Ryobi、Milwaukee 等知名品牌。

图 36：史丹利百得品牌矩阵



资料来源：toolguyd，信达证券研发中心

图 37：创科实业品牌矩阵



资料来源：创科实业官网，信达证券研发中心

3、竞争优势：全球资源配置，构筑上下游坚实壁垒

2017 年至今，公司聚焦工具主业，坚定产品创新和品牌培育，已经从 ODM 制造商逐步转型为 ODM+OBM 的综合工具龙头，向上下游两端延伸扩展。一方面在 2018 年贸易摩擦开始后积极布局全球产能，充分利用东南亚低生产成本和避税的优势，提升自产比例；另一方面则不断并购+培育品牌，并探索跨境电商渠道，进入更多细分市场。

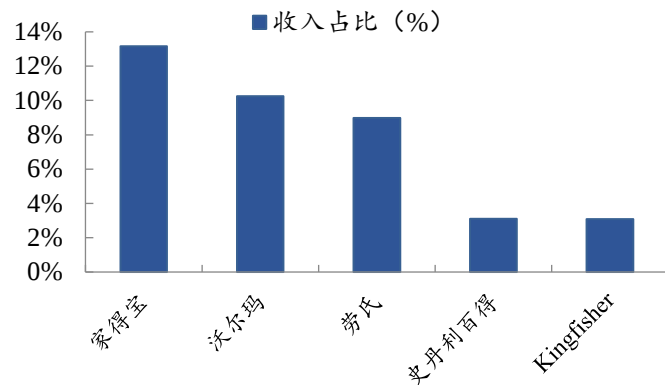
我们认为公司先后在渠道、生产、品牌端形成较强竞争壁垒，成为集“欧美本土服务、亚洲产业链制造、中国管理研发”于一体的全球资源配置型公司。

3.1、渠道：深度绑定客户，积极探索新渠道

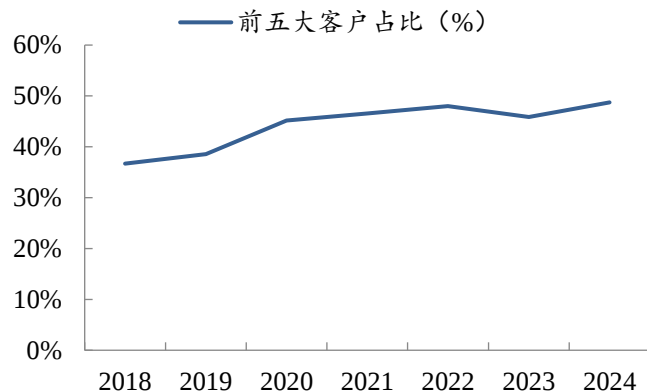
作为 ODM 业务起家的工具制造商，公司与欧美下游大客户长期保持稳定合作关系，例如美国国家得宝、美国沃尔玛、美国劳氏、欧洲 Kingfisher、加拿大 CTC 等均为公司主要合作伙伴。历年来公司前五大客户占比始终维持相对高位，2018-2024 年均值约为 44.2%。

借力大客户资源，公司不断获取订单扩大规模，也进入更多品类满足客户一站式采购需求，在产品质量、种类、成本、交付效率上精益求精，形成较强的客户粘性。目前公司在全球范围内有两万家以上的大型五金、建材、汽配等销售网点，有效覆盖下游市场，是公司获取订单最为稳固的基本盘。

近年来由于公司发力自有品牌建设，也在积极探索家居零售商之外的新兴渠道，包括：①跨境电商；②欧美分销商；③亚太分销商，着力提升 DTC(Direct To Customer)业务占比。通过直接触达消费者，公司能拿到市场一手反馈进而为产品研发创新提供支持，为激光测量仪器、储物柜、电动工具等新品类的市场拓展带来有力帮助。

图 38: 2019 年公司前五大客户收入占比 (%)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 39: 公司前五大客户收入占比维持高位 (%)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

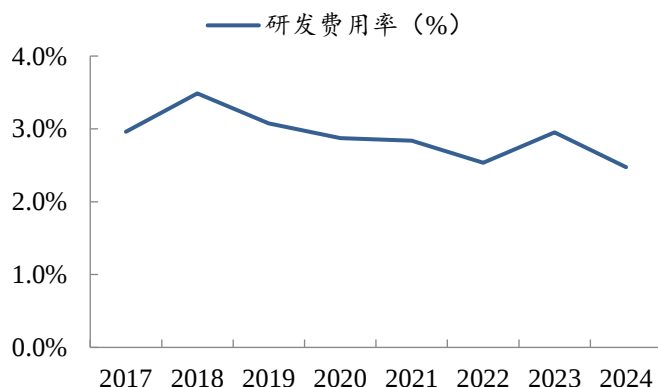
3.2、生产：持续研发创新，全球化产能布局

公司作为制造型企业，产品创新能力、产能合理布局是运营的关键。公司始终坚持投入研发并自 2018 年后开启海外产能布局, 构筑全球供应链, 为下游 ODM 代工接单和自主品牌 OBM 发展提供良好基础。

■ 产品：坚持创新驱动，支撑品类扩张

工具行业具有 SKU 数量多、品类迭代快的特征，公司一直以创新为核心，拥有资深产品研发团队，充分利用中国“工程师红利”以保证产品竞争力。2024 年公司设计新产品 1937 项，创新研发多款工具和工业工具新产品，取得良好市场反馈。公司研发费用率长期维持在 2.9% 左右，为产品创新提供持续保障。

公司在产品创新上的成果往往能成功转化为市场份额提升和打开新品类，驱动业务增长。例如近年公司加大电动工具研发，在 20V 锂电池产品上取得突破，及时把握市场趋势获得美国大型零售商无绳锂电池工具订单。

图 40: 公司研发费用率 (%)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 41: 公司 20V 锂电池产品取得突破

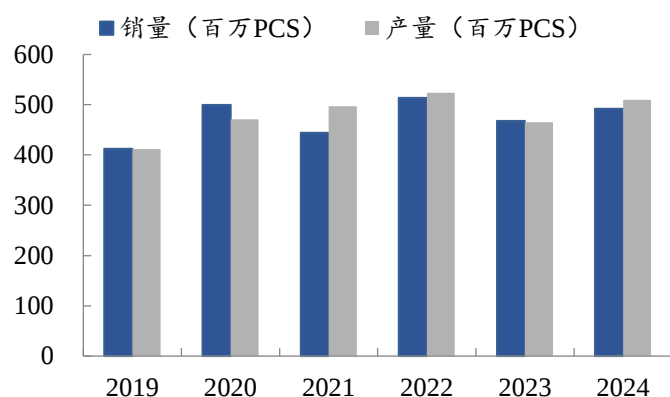

资料来源: 杭州巨星五金工具有限公司, 信达证券研发中心

■ 产能：提升自产比例，全球产能布局

公司作为中国销量规模领先的工具制造商，过去主要采取自产+外协方式完成生产，以轻资产方式运营。近年来随着贸易环境变化，公司开始积极扩大自有产能并搭建全球化供应链体

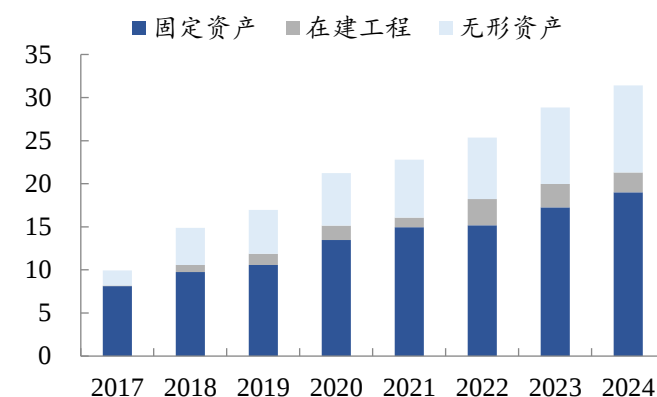
系，以更好的平抑成本波动、满足客户交付需求。2019-2024 年公司年销量约 400-500 百万 PCS，而同期公司生产性资产规模从约 17.0 亿元提升至接近 31.4 亿元，我们预计自产比例或已接近翻倍。

图 42: 公司产销规模较大



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心 (注: PCS 为组套, 公司销售单位)

图 43: 公司积极扩充自有产能 (亿元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

目前公司在全球拥有 23 处生产制造基地，在中美欧搭建完善的仓储物流配送体系，可以做到全球采购、全球制造、全球分发。其中中国 11 个+东南亚（越南/泰国/柬埔寨）3 个，是公司主要生产基地；欧洲 6 个+美国 3 个则主要负责并购品牌本地化生产以维持品牌调性。更为重要的是公司自 2018 年启动产能转移后已具备了全球一体化能力，能更快实现新产地建设以应对市场环境变化。

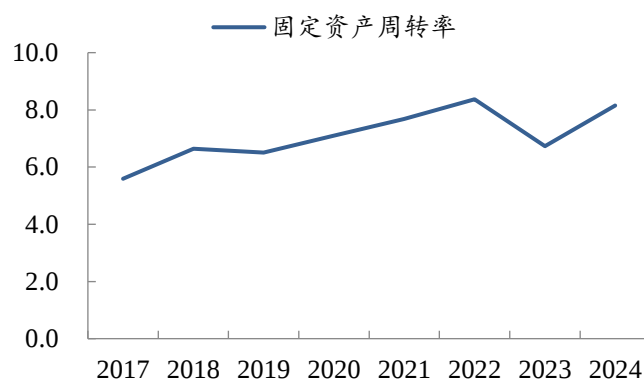
公司在产能建设上积极稳健，固定资产周转率一直维持较高水平，2017 年来均值约为 7.1。由于在手订单饱满+自有品牌发展顺利，叠加特朗普关税冲击，公司将继续寻找具有成本优势、关税税差优势的海外地区扩大产能规模，提升整体订单交付能力，第一阶段主要在东南亚地区进行布局。

图 44: 公司全球产能布局



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

图 45: 公司固定资产率维持较高水平



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

综合公司在产品、产能端的全面布局，公司在终端市场具有较为显著的产品力，在创新设计和性价比上都有突出表现。例如公司在亚马逊平台推出针对女性客群的粉色手工具套装，并参与美国国家乳腺癌基金的公益项目，增强消费者认同。此外，在标准产品方面，公司同价位家用工具套装相比主要竞争对手产品提供更多工具选择，更能满足用户多样化需求。

图 46：公司推出针对女性群体的工具产品


资料来源：Amazon，信达证券研发中心

图 47：公司产品性价比优势明显


Workpro 322件手工工具套装
售价：118.99美金



Stanley 47件手工工具套装
售价：107.89美金

资料来源：Amazon，信达证券研发中心

3.3、品牌：内生外延并举，打造全品类矩阵

公司近年来另一重要增长点在于搭建自有品牌，通过内生+外延方式不断扩充品类，从 ODM 向 OBM 模式转型。不仅提升公司国际竞争力，也带动整体业务规模和利润率提升。

1. 内生方面，公司积极把握跨境电商渠道机会，在亚马逊平台推广自创品牌 Workpro、Sheffield、DuraTech、EverBrite，保持较强增长势能。作为 DTC 业务的核心，公司未来仍将继续投入品牌运营，提升自有工具品牌市场认知。
2. 外延方面，公司具有成熟的品牌并购及管理经验，早在 2015 年即收购了华达科捷（Prexiso）进入激光测量领域，2017 年通过收购 Arrow 进入电动工具领域，2018 年收购 Lista 进入箱柜设备领域。品牌并购不仅助力公司开拓新品类、获取新产能、打入新市场，也在既有业务中通过协同效应强化竞争力。例如电动工具领域公司在 2021 年收购 BeA，加速品类成长。

图 48：公司品牌矩阵梳理

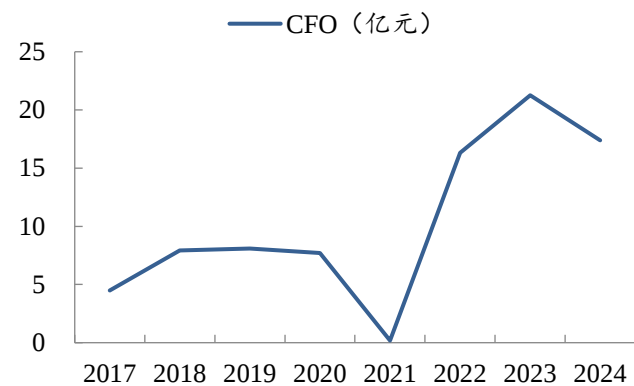
品牌	获得时间	获得方式		产品类别						说明
		收购	自建	手工具	动力工具	激光测量仪器	箱柜存储设备	专业吸尘设备	劳动防护用品	
WORKPRO	2009		✓	✓	✓	✓	✓	✓		全品类综合性工具品牌，拥有4000种以上不同的产品，为DIY消费者和专业用户提供全城工具解决方案
SHEFFIELD	2010		✓	✓	✓	✓	✓			五金工具系列、智能及环保系列、工业存储系列、劳保耗材类系列，近4000种产品，提供工业级工具解决方案
Goldblatt	2010	✓		✓						为泥工、石工、混凝土、石膏墙、瓷砖、油漆工作等提供了高品质工具
EverBrite	2011		✓	✓						全品类DIY照明工具品牌。拥有300种以上不同的产品
PREXISO	2015	✓				✓				激光测量/测绘领域领先品牌，聚焦于室内装修、测量工具、工程测绘、建筑施工等专业领域
Pony Jorgensen	2016	✓		✓						致力于生产优质的木工工具，尤其是夹具类产品
OLEI	2016	✓				✓				专业激光雷达品牌，产品广泛应用于移动测绘、工业移动机器人、安防机器人等领域
Arrow	2017	✓		✓	✓					美国手动、电动射钉枪百年品牌，在美国大型连锁超市和工业领域拥有近60%和38%市场份额，坚持美国制造
DuraTech	2018		✓	✓	✓		✓			专业级机修工具，确保高性能、耐用性和精度
LISTA	2018	✓					✓			全球工业级存储解决方案领先品牌，模块化理念先行者，全部由位于瑞士总部和德国分部的工厂制造
SWISS+TECH	2019	✓		✓						紧凑型多用工具，注入了美国创新和瑞士工艺
Prime-Line	2019	✓		✓						拥有数千种家居装饰维修品类，涵盖了门窗五金、橱柜五金、家具五金、小五金配件等
shop-vac	2020	✓						✓		北美干湿吸尘器领域领导品牌，在美国、中国、越南等地都设有制造基地
SK	2021	✓		✓			✓			高端美国机修工具品牌，提供专业级产品
BeA	2021	✓			✓					德国工业级紧固品牌，着力于气动钉枪及紧固件产品的技术革新，成为该领域标准制定者
Scruffs	2023	✓							✓	英国工作服和安全鞋品牌，凭借其出色的设计理念、独特的产品特性成为英国工装领域标杆
TESA	2024	✓				✓				全球前二的瑞士微米级高精度测量工具品牌，拥有瑞士团队精密量具研发能力与越南基地的制造装配能力

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

“聚焦主业，创新产品，运营品牌，布局全球”的战略指引下，未来公司仍将继续品牌发展为核心，继承和发展现有国际知名工具品牌矩阵、同时发展适应新时代的电商工具品牌。

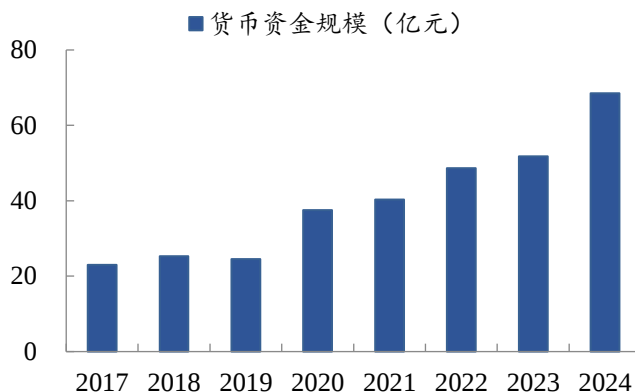
截至 2024 年，公司拥有近 68.5 亿元货币资金，在手资金充裕足以支撑潜在的品牌收购计划，产业并购仍大有可为。

图 49：公司经营性现金流规模



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 50：公司货币资金充裕



资料来源：Wind，信达证券研发中心

4、盈利预测及投资建议

4.1、盈利预测

公司主要业务预测如下：

手工具：手工具是公司传统主业，产品创新及渠道壁垒稳固，近年来通过跨境电商培育自主品牌加快 OBM 业务增长。目前下游零售商库存已经处于低位，但特朗普关税可能对订单交付产生较大影响以及因高通胀引发下游需求复苏滞后。公司当前正加紧产能转移，我们预计短期因供应链扰动收入增长承压，但在市场不确定性消弭后，公司凭借长期积累的产品创新、全球化、品牌并购运营能力依然有望实现全球市场份额的持续提升。我们预计 2025-2027 年手工具收入增速分别为 10%/18%/16%，毛利率分别为 30.0%/32.0%/33.0%。

电动工具：工具行业电动化趋势明显，公司自 2021 年战略性布局电动工具后加快产品研发，2024 年 20V 锂电产品线也已实现突破。由于公司电动工具产能主要在海外地区受美国关税影响相对较小，我们预计电动工具业务将保持增长，并且在成本&终端价格稳定后实现更快增长。我们预计 2025-2027 年电动工具收入增速分别为 15%/30%/25%，毛利率分别为 21.0%/24.0%/26.0%。

工业工具：工业工具受全球工业投资影响较大，且欧洲经济复苏相对缓慢，但公司积极进行产品创新及开拓一带一路国家新市场，预计仍能实现增长。我们预计 2025-2027 年工业工具收入增速分别为 7%/14%/11%，毛利率分别为 35.0%/34.5%/35.0%。

图 51: 公司收入拆分及预测

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总营业收入（百万元）	10,929.99	14,795.45	16,253.03	19,236.75	22,310.38
yoy (%)	-13.32%	35.37%	9.85%	18.36%	15.98%
公司整体毛利率 (%)	31.80%	32.01%	30.21%	31.67%	32.60%
分业务预测					
1) 手工具					
收入（百万元）	7,168.46	10,068.82	11,075.70	13,069.33	15,160.42
yoy (%)		40.46%	10.00%	18.00%	16.00%
毛利率 (%)	31.97%	32.09%	30.00%	32.00%	33.00%
2) 电动工具					
收入（百万元）	1,053.18	1,437.91	1,653.60	2,149.68	2,687.10
yoy (%)		36.53%	15.00%	30.00%	25.00%
毛利率 (%)	20.00%	23.83%	21.00%	24.00%	26.00%
3) 工业工具					
收入（百万元）	2,643.50	3,228.77	3,454.78	3,938.45	4,371.68
yoy (%)		22.14%	7.00%	14.00%	11.00%
毛利率 (%)	35.55%	35.57%	35.00%	34.50%	35.00%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4.2、投资建议

我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 162.5/192.4/223.1 亿元，同比增速分别为 9.9%/18.4%/16.0%；归母净利润分别为 24.2/30.1/36.8 亿元，同比增速分别为 5.1%/24.4%/22.2%。

公司主要从事工具制造行业，我们选择电动工具龙头泉峰控股、全球工具龙头创科实业作为可比公司，平均 PE 2025E 约 12.0X。

巨星科技作为中国工具出海龙头，持续聚焦主业搭建品牌矩阵，全球化产能布局降低成本，深度绑定大客户并探索跨境电商渠道。尽管当前特朗普关税带来不确定性，但公司正积极转移产能，向下游涨价传导关税压力。长期来看随着新增产能释放，ODM+OBM 业务共同发力、拓展电动工具品类、一带一路市场拓展均有望提升市场份额。公司短期承压不改长期竞争力，估值水平亦为历史低位水平，首次覆盖给予“买入”评级。

图 52: 可比公司估值表

公司名称	公司代码	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
泉峰控股	2285.HK	66	8.1	9.9	12.3	14.8	8.1	6.6	5.3	4.4
创科实业	0669.HK	1,421	80.6	93.5	108.0	122.5	17.6	15.2	13.2	11.6
平均								10.9	9.2	8.0
巨星科技	002444.SZ	291	23.0	24.2	30.1	36.8	12.7	12.0	9.7	7.9

资料来源：Wind，信达证券研发中心（注 1：可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期；注 2：数据截至 2025/5/7）

图 53: 公司 PE TTM 估值水平



资料来源: Wind, 信达证券研发中心 (注 1: 可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期; 注 2: 数据截至 2025/5/7)

5、风险提示

- 海外需求不及预期：公司主要业务基于海外市场，若欧美地区需求因经济衰退显著下滑，公司业绩可能受到较大影响。
- 下游库存堆积：工具行业下游零售商库存影响订单水平，若去库持续或补库推迟，公司短期业绩可能面临压力。
- 贸易摩擦加剧：公司出口产品受关税限制，公司已积极布局全球产能、向下游传导压力以规避关税影响，若贸易摩擦进一步加剧，可能影响关税业绩。

资产负债表			单位:百万元		
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10,556	13,491	16,127	19,374	23,112
货币资金	5,179	6,852	8,822	11,093	13,827
应收票据	19	6	23	27	31
应收账款	2,102	3,166	2,705	3,035	3,392
预付账款	104	99	147	171	195
存货	2,569	3,005	3,698	4,149	4,588
其他	585	363	733	899	1,078
非流动资产	9,127	9,613	9,982	10,499	11,202
长期股权投资	2,951	3,486	3,486	3,486	3,486
固定资产(合计)	1,727	1,902	2,056	2,316	2,654
无形资产	888	1,010	1,200	1,427	1,690
其他	3,562	3,216	3,241	3,269	3,372
资产总计	19,684	23,105	26,110	29,873	34,314
流动负债	4,233	6,102	7,069	8,338	9,739
短期借款	1,103	3,245	4,045	4,945	5,945
应付票据	18	18	25	29	33
应付账款	1,567	1,851	2,143	2,373	2,632
其他	1,544	988	856	990	1,129
非流动负债	439	417	461	501	541
长期借款	1	0	0	0	0
其他	438	417	461	501	541
负债合计	4,671	6,519	7,530	8,839	10,280
少数股东权益	165	183	220	266	322
归属母公司股东权益	14,848	16,403	18,360	20,769	23,712
负债和股东权益	19,684	23,105	26,110	29,873	34,314

重要财务指标				单位:百万元	
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10,930	14,795	16,253	19,237	22,310
同比(%)	-13.3%	35.4%	9.9%	18.4%	16.0%
归属母公司净利润	1,692	2,304	2,420	3,011	3,679
同比(%)	19.1%	36.2%	5.1%	24.4%	22.2%
毛利率(%)	31.8%	32.0%	30.2%	31.7%	32.6%
ROE%	11.4%	14.0%	13.2%	14.5%	15.5%
EPS(摊薄)(元)	1.42	1.93	2.03	2.52	3.08
P/E	17.23	12.65	12.04	9.68	7.92
P/B	1.96	1.78	1.59	1.40	1.23
EV/EBITDA	12.92	12.65	8.14	6.08	4.53

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	10,930	14,795	16,253	19,237	22,310	
营业成本	7,454	10,059	11,343	13,144	15,038	
营业税金及附加	44	53	65	79	89	
销售费用	851	975	1,056	1,247	1,428	
管理费用	776	918	1,024	1,202	1,383	
研发费用	323	366	471	558	647	
财务费用	-208	-131	-171	-132	-46	
减值损失合计	-25	-271	-21	-32	-42	
投资净收益	241	521	374	458	558	
其他	91	-29	45	-6	61	
营业利润	1,997	2,776	2,862	3,559	4,348	
营业外收支	-8	-9	-5	-5	-5	
利润总额	1,989	2,767	2,857	3,554	4,343	
所得税	294	402	400	498	608	
净利润	1,695	2,366	2,457	3,057	3,735	
少数股东损益	3	62	37	46	56	
归属母公司净利润	1,692	2,304	2,420	3,011	3,679	
EBITDA	1,878	2,796	3,041	3,849	4,792	
EPS (当年)(元)	1.42	1.93	2.03	2.52	3.08	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,126	1,740	2,105	2,635	3,299
净利润	1,695	2,366	2,457	3,057	3,735
折旧摊销	385	423	355	427	495
财务费用	-78	-1	82	100	120
投资损失	-241	-521	-374	-458	-558
营运资金变动	335	-816	-460	-573	-568
其它	31	290	44	81	75
投资活动现金流	-662	-578	-426	-601	-750
资本支出	-414	-472	-661	-963	-1,227
长期投资	-177	-130	-60	-70	-80
其他	-71	25	296	433	558
筹资活动现金流	-1,232	358	309	238	184
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	-1,074	2,141	800	900	1,000
支付利息或股息	-485	-811	-566	-702	-856
现金流净增加额	191	1,581	1,969	2,272	2,734

研究团队简介

姜文锬，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖家居、个护、宠物、智能眼镜、潮玩、包装等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年左右消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖 IP 零售、母婴、电商、美护等赛道。

龚轶之，CFA，毕业于伦敦政治经济学院。曾就职于国金证券研究所，4 年消费行业研究经验，跟随团队在水晶球、金麒麟、Wind 金牌分析师等评选中获得佳绩。主要覆盖民用电工、文具、电动工具、照明、智能家居赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。