

越南产能有序扩张，北美份额望持续提升

创科实业 (0669.HK)

► 美国关税政策或加速工具产业链从中国向东南亚转移

目前，东南亚国家关税税率普遍约定 20%左右及以上，越南初步约定在 20%和 40%。截止 7 月 23 日前后，中国、越南、印尼等达成初步协定。其中，越南设定了 20%的出口关税，被认定为“转运”的商品征收高达 40%的惩罚性税率。其他国家如中国、柬埔寨、泰国、印度尼西亚、马来西亚关税税率分别为 30%、36%、36%、19%、25%。

美国市场占据全球工具市场 40%规模，关税政策下，工具产业链或加速从中国向东南亚转移。美国电动工具市场 2025 年预计全球占比达 44%。（此前）美国市场销售的工具类产品至少 50%为中国制造，电动工具的中国制造比例更高。从 2022 年底到 2025 年初，中国超过 200 多家电动工具企业都在越南建厂备份了海外销售产能，包括泉峰控股、巨星科技、格力博等。全球工具巨头史丹利百得、创科实业至少在 2020、2018 年便已在越南布局产能。

► 创科实业前瞻布局越南产能，美国市场份额有望进一步提升

根据 Wind 和公司公告，创科实业为美国（北美）市场工具龙头、全球工具第二，持续扩大越南产能。2024 年财年，史丹利百得、创科实业分别实现收入 158、146 亿美元，2 家公司收入规模约是第三名的 2 倍，其他公司的 3-4 倍，2 公司超过 60%的收入贡献自美国（北美）市场，2 家公司在美国（北美）市场已建立明显领先优势。

创科实业越南产能占比相对更高，预计 24、25 年越南新厂房相继完工。2023 年创科实业产能分布如下：中国占比 39%，越南占比 39%，美国占比 13%，墨西哥占比 7%，欧洲&中东&非洲占比 2%，公司在 2024 年 Q2 完成 1 号工厂的建设，目标在 2025 年 Q4 完成 2A 和 2B 工厂的建设。

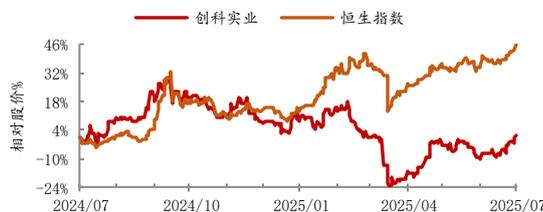
关税政策进一步推高美国本土制造成本，多数竞对产能集中在美国、中国等地。美国成本高于其他地区至少约 50%，且（今年）对众多工业原材料加征关税，美国钢铁协会集体涨价 30%，抬高的成本也将传导至美国工具制造产业。

（1）史丹利百得：在高成本的美国地区有更多的工厂和生产成本，并着手执行第二次涨价。

美国本地的营业成本占比超过 40%，墨西哥、中国分别占比约 19%和 23%。同时全球工厂数量超过 100 个，其中美国本地有 50 个，公司将于未来 12-24 月内替换中国产能，减少美国关税影响，同时为应对关税压力着手执行第二次涨价。

评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	增持
目标价格(港元):	
最新收盘价(港元):	95.05
股票代码:	0669
52 周最高价/最低价(港元):	122.4/67.1
总市值(亿港元)	1,740.46
自由流通市值(亿港元)	1,740.46
自由流通股数(百万)	1,831.09



分析师: 纪向阳
邮箱: jixy1@hx168.com.cn
SAC NO: S1120525020004
联系电话:

分析师: 喇睿萌
邮箱: larm@hx168.com.cn
SAC NO: S1120523120002
联系电话:

相关研究

- 【华西家电】创科实业-2024 年上半年业绩点评-业绩稳健增长，核心品牌助力盈利结构优化
2024.08.12

(2) 牧田 (Makita): 产能集中于中国和泰国, 目前其关税税率高于越南。2024 年按量统计, 产能占比如下: 日本占比 8%, 欧洲占比 25%, 北美洲占比 2%, 亚洲 (中国&泰国) 占比 60%, 中美洲和南美洲占比 5%。收入端, 2024 年欧洲、日本、北美分别收入占比 49%、17%、13%。

(3) 斯蒂尔 (Stihl): 在美国销售的大部分产品都是美国制造, 其中电池和汽油电动工具多数是在美国制造, 目前美国工厂是斯蒂尔全球最大的生产基地。

(4) 托罗 (Toro): 90% 的生产集中在北美地区, 其中美国工厂最多, 其次是墨西哥, 公司预计关税成本将占到销售成本的 3%。

关税冲击下, 美国市场需求波动, 消费者对价格敏感度或提升。截止 2025 年 7 月, 美国消费者信心指数自 24 年 1 月下滑约 20%。富世华认为受贸易关税和地缘政治不稳定影响, 市场形势充满不确定性, 北美需求显著走弱。

综上, 对比史丹利百得等对手, 公司在东南亚具有更充沛的生产资源和扩产计划, 在关税税率变化和美國本土成本提升下, 或具有更强的定价能力和盈利能力, 有望掌握竞争主动权。

► 25 年北美工具需求仍处底部, 期待 26 年降息刺激需求恢复

下游住房销售数据仍处低位。美国新屋销量、成屋销量同比增速分别于 22 年 11 月和 23 年 1 月前后达到底部位置, 目前成屋销量同比增速降幅在 25 年 5 月已收窄至 0% 附近; 30 年住房贷款利率于 23 年 10 月达到 7-8% 的高点, 之后降至 6-7% 的水平。

工具相关零售商销售额增速筑底, 库存或受关税政策影响。零售商销售额方面, 同比增速已连续多季度维持在低位区间, 2025 年 3 月恢复正增长, 虽增速不高, 但已摆脱下滑态势。渠道库存上, 库存水平维持高位, 或因关税政策, 渠道商提前备货。

盈利预测

我们调整盈利预测, 我们预计 2025-2027 年公司收入为 159、176、196 亿美元 (2025、2026 年前值为 164、182 亿美元), 归母净利润为 12.9、15.1、17.6 亿美元 (2025、2026 年前值为 13.2、15.6 亿美元), 对应 EPS 分别 0.71、0.82、0.96 美元 (2025、2026 年前值为 0.72、0.85 美元), 以 2025 年 7 月 23 日收盘价 12.4 美元计算 (根据 Wind, 汇率采用 1 港元 = 0.13 美元), 对应 PE 分别为 17/14/13 倍, 维持“增持”评级。

风险提示

关税政策变化、下游需求不及预期、上游原材料成本波动、海运运费上涨以及港口堵塞造成货物交付不及时、第三方数据失真风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险等。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	13731	14622	15890	17586	19633
YoY (%)	3.6%	6.5%	8.7%	10.7%	11.6%
归母净利润(百万美元)	976	1122	1294	1507	1755
YoY (%)	-9.4%	14.9%	15.4%	16.5%	16.5%
毛利率 (%)	39.5%	40.3%	40.3%	40.8%	41.4%
每股收益 (美元)	0.53	0.61	0.71	0.82	0.96
ROE (%)	0.17	0.18	0.17	0.17	0.17
市盈率	22.67	21.69	17.49	15.02	12.89

资料来源: Wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 美国关税政策或加速工具产业链从中国向东南亚转移	5
2. 创科实业前瞻布局越南产能，美国市场份额有望进一步提升	7
2.1. 创科实业为美国（北美）市场工具龙头，持续扩大越南产能	7
2.2. 美国制造成本或高至少 50%，多数竞对产能集中在美国、中国等地	8
3. 25 年北美工具需求仍处底部，期待 26 年降息刺激需求恢复	12
3.1. 下游房屋销售数据仍处低位	12
3.2. 渠道库存或受关税影响，终端零售同比改善	14
4. 盈利预测	14
5. 风险提示	14

图表目录

图 1 美国关税政策变化	5
图 2 全球电动工具市场分区域规模	6
图 3 工具公司在越南布局工厂情况	7
图 4 全球工具龙头公司规模和分区域收入	8
图 5 2023 年创科实业产能布局（2024 年 5 月披露）	8
图 6 创科实业 2024 年全球工厂布局（2024 年 8 月披露）	8
图 7 史丹利百得（Stanley Black & Decker）美国市场业务的成本结构	9
图 8 牧田（Makita）2024 年产量分区域结构	10
图 9 牧田（Makita）2024 年分地区收入结构	10
图 10 斯蒂尔（Stihl）公司的全球业务布局	10
图 11 托罗（Toro）的全球生产布局	11
图 12 美国消费者信心指数	11
图 13 美国成屋和新屋销售同比增速	12
图 14 美国成屋和新屋销量	12
图 15 美国 15 年和 30 年期抵押贷款固定利率	13
图 16 美国：有效联邦基金利率（EFFR）（日）	13
图 17 美国 -FedWatec 预估利率（2025 年 7 月 22 日）	13
图 18 美国工具相关零售销售额同比和库存销售比	14

1. 美国关税政策或加速工具产业链从中国向东南亚转移

东南亚国家关税税率普遍降至 20% 左右及以上，越南初步约定关税在 20% 和 40%。根据复旦发展研究院和美国白宫数据，2025 年 4 月 2 日美国总统特朗普宣布启动“解放日关税政策”，对几乎所有主要贸易伙伴实施 10% 的基准关税，并针对贸易逆差严重的国家加征 20% 至 50% 的“互惠关税”，白宫随后宣布暂停实施高额互惠关税 90 天，以腾出谈判窗口。截止 7 月 23 日前后，中国、越南、印尼等国达成初步协定。其中：

(1) **越南**：根据复旦发展研究院和美国白宫数据，越南商品设定了 20% 的出口关税，被认定为“转运”的商品征收高达 40% 的惩罚性税率。根据复旦发展研究院，40% 的“转运税率”或将成为未来中美谈判中的“隐性红线”——或被视为特朗普政府对中国产品“应有关税”的心理锚点。

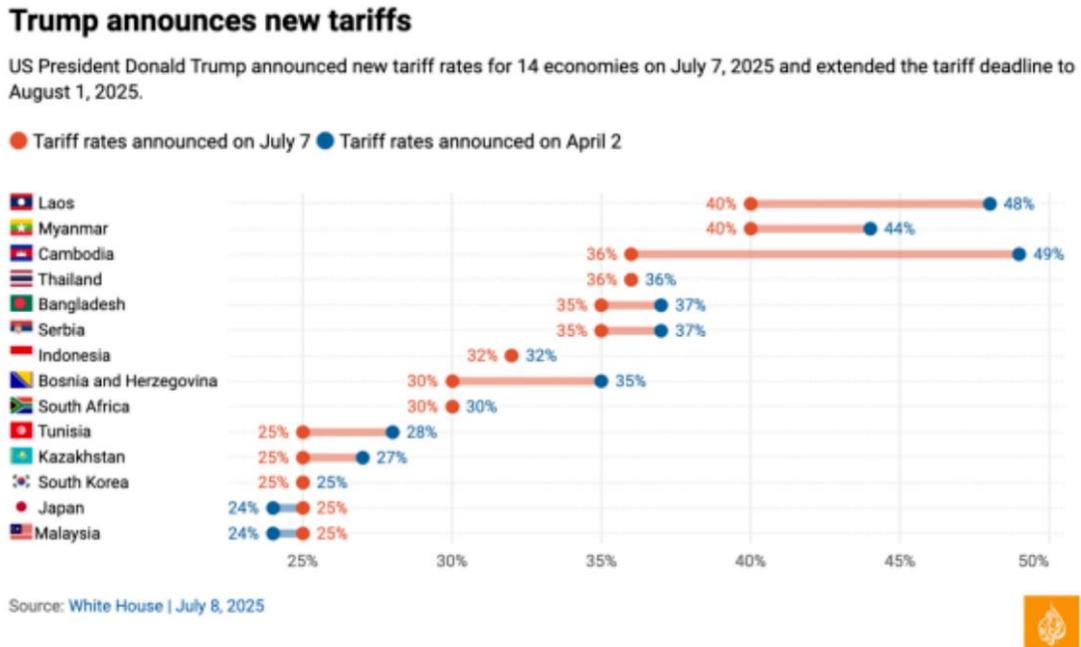
(2) **中国**：根据中菲行，5 月 13 日，美国财政部长 Bessent 宣布，美国与中国已达成协议，将实施为期 90 天的关税暂停措施，关税税率降至约 30%。

(3) **印尼**：根据 DW 报道，7 月 15 日，美国总统特朗普宣布将对印尼商品征收 19% 的关税，并称更多类似协议即将公布。根据 BBC，任何被美国课以更高关税的第三方国家经由印尼对美出口商品，将征收 19% 再加美国对该第三国征收的关税。

(4) **其他东南亚国家**：根据 7 月 8 日美国白宫，柬埔寨、泰国、马来西亚关税税率分别为 36%、36%、25%。此外，根据每日经济新闻 7 月 23 日报道，从今年 8 月 1 日开始，对菲律宾适用的 19% 的最终相互关税税率与印度尼西亚的关税税率相同。

截止 7 月 23 日，根据中菲行等，关税税率上，越南关税水平目前仅高于印尼、菲律宾 1%，低于中国和其他东南亚国家。

图 1 美国关税政策变化

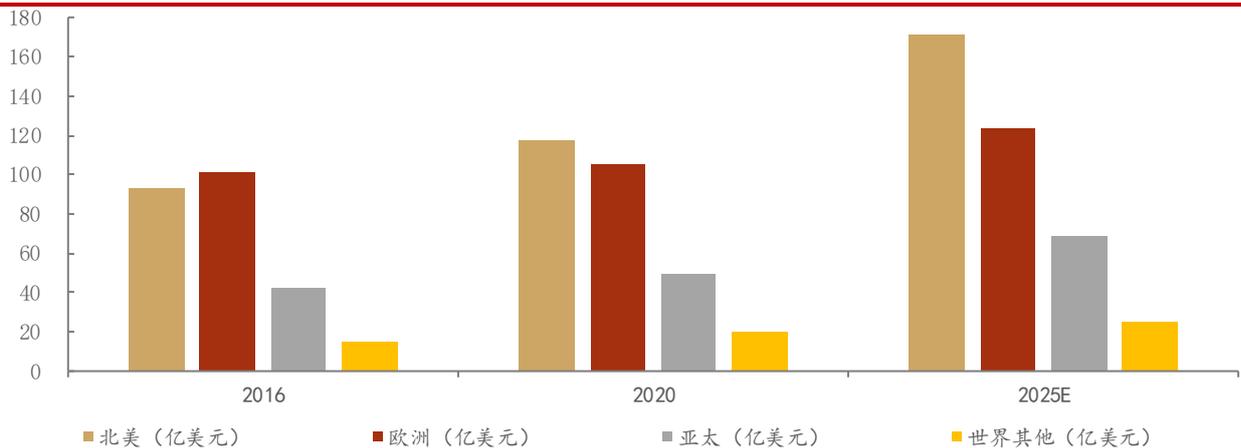


资料来源：复旦发展研究院（7 月 16 日发布）、美国白宫、华西证券研究所

美国市场占据全球工具市场规模 40% 份额，工具产业链或加速从中国向东南亚转移。根据泉峰控股招股书，2020 年美国电动工具市场占据全球市场规模的 40%，且预计 2020-2025 年规模 CAGR 约 7.8%，高于其他地区，2025 年预计全球占比达 44%。根据第一财经采访，美国市场销售的工具类产品至少 50% 为中国制造，电动工具的中国制造比例更高且 90% 以上来自于美国之外制造。

根据康平科技、巨星科技的公司公告，为应对贸易摩擦和保证交付能力，结合越南的成本和区位优势，两家工具公司均在越南设立工厂。

图 2 全球电动工具市场分区域规模



资料来源：泉峰控股招股书、华西证券研究所

当前，越南已具有丰富的工具产业链公司。

(1) 中资工具公司：根据中越印制造业观察 CMA，中国有 2000 家左右的电动工具企业，45 万家左右小家电企业。而仅仅在越南，从 2022 年底到 2025 年初，中国超过 200 多家电动工具企业都在越南建厂备份了海外销售产能，包括泉峰控股、巨星科技、格力博、宝时得等。

(2) 全球工具巨头：根据界面新闻，2020 年史丹利百得就在越南已建好电动工具厂房；根据越通社，创科实业在 2018 年便开始布局越南工厂。

由于美国为创科实业、史丹利百得的核心收入地区，我们认为美国对不同地区的差异性关税税率造成的成本差异将影响进口产品的定价和盈利，在越南等低关税国家具有前瞻性布局的公司或将具有定价优势。

图3 工具公司在越南布局工厂情况

公司名	中国总部	越南工厂
巨星科技	杭州	海防
华之杰	苏州	平阳
泉峰控股	南京	平阳
格力博	常州	海防
宝时得	苏州	胡志明
开创电气	金华	太平
创科实业	-	有布局
史丹利百得	-	有布局

资料来源：中越印制造业观察 CMA、亚洲林业园林机械及园艺工具展，华西证券研究所

2. 创科实业前瞻布局越南产能，美国市场份额有望进一步提升

2.1. 创科实业为美国（北美）市场工具龙头，持续扩大越南产能

美国（北美）市场成就创科实业和史丹利百得成为全球工具龙头。根据各公司公告和 Wind，2024 年财年，史丹利百得、创科实业分别实现收入 158、146 亿美元，2 家公司收入规模约是第三名工具公司的 2 倍，其他公司的 3-4 倍。其中，两家公司超过 60% 的收入贡献自美国（北美）市场，且创科实业 2024 年财年在美国市场实现收入 111 亿美元，高于史丹利百得。

美国（北美）市场，公司和史丹利百得是绝对双龙头。规模上，两家公司在美国（北美）市场已建立明显领先优势，其他公司如实耐宝、托罗，2024 年财年仅分别实现收入 35、37 亿美元，其他多数竞争对手在欧洲地区具有相对优势。

图 4 全球工具龙头公司规模和分区域收入

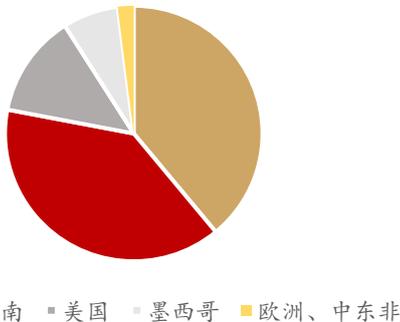
单位：亿美元	2023 财年收入	2024 财年收入	2024 财年美国/北美地区收入	2024 财年欧洲/欧盟地区收入
史丹利百得 (SBD)	154	158	95	30
创科实业 (TTI)	137	146	111	23
喜得利 Hilti)	78	71	21	37
斯蒂尔 (Stihl)	59	56	19	20
富世华 (Husqvarna)	53	44	13	25
牧田 (Makita)	49	51	6	25
实耐宝 (Snap on)	47	47	35	7
托罗 (Toro)	46	46	37	-

资料来源：Wind，公司公告，华西证券研究所；注：公司中文名称为英译；斯蒂尔 2024 年美国地区收入参考 23 年数据预测；

创科实业：越南产能占比相对更高，预计 24、25 年越南新厂房相继完工

根据公司公告，2023 年公司产能分布如下：中国占比 39%，越南占比 39%，美国占比 13%，墨西哥占比 7%，欧洲&中东&非洲占比 2%。根据越南投资评论和越南外商投资协会（2024 年 4 月报道），公司越南产能提升有序推进，公司在西贡高科技园区 (SHTP) 的投资覆盖 13.7 公顷，其中包括 10 公顷的工厂和 3.7 公顷的研发 (R&D) 中心。截止 2024 年 4 月，该公司已经完成了该项目的前三个阶段，并启动了 1、2A 和 2B 三个工厂的建设，目标是在 2024 年 Q2 完成 1 号工厂的建设，在 2025 年 Q4 完成 2A 和 2B 工厂的建设。

图 5 2023 年创科实业产能布局 (2024 年 5 月披露)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 创科实业 2024 年全球工厂布局 (2024 年 8 月披露)



资料来源：Wind，华西证券研究所

2.2.美国制造成本或高至少 50%，多数竞对产能集中在美国、中国等地

美国生产成本或高于中国至少 50%，关税政策或进一步推高美国制造成本。根据第一财经，美国成本高于其他地区至少约 50%。同时，美国目前对众多工业原材料加征关税，美国钢铁协会集体涨价 30%，抬高的成本也将传导至美国工具制造产业。

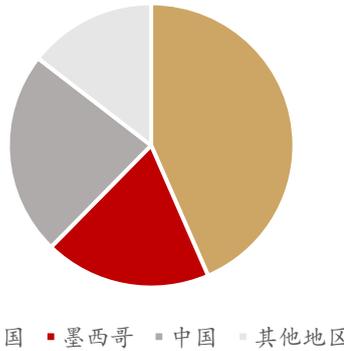
根据巨星科技 2024 年 4 月投资者关系记录，巨星科技在美国本土的产能预计将很难受益于本轮关税，美国本土的产能仍然依赖进口的零部件，关税将导致美国本土的制造成本明显上升以及通货膨胀带来的全行业成本上升，而竞争对手在美国当地的产能的制造成本将继续上升，很可能超过关税幅度，美国本土的很多中小制造商在这一轮加征关税后预计将被市场出清。

史丹利百得 (Stanley Black & Decker): 在高成本的美国地区有更多的工厂和生产成本，并着手执行第二次涨价。

根据公司官网及公告，史丹利的美国业务成本多集中在美国、墨西哥、中国等国家及地区，美国本地的营业成本占比超过 40%，墨西哥、中国分别占比约 19% 和 23%。同时全球工厂数量超过 100 个，其中美国本地有 50 个。根据史丹利百得 2025 年 5 月公告，公司为应对关税压力着手执行第二次涨价。

史丹利百得的中国产能调整需要约 1-2 年。根据公司官网，针对美国市场产品，公司将于未来 12-24 月内替换中国产能，减少美国关税影响。

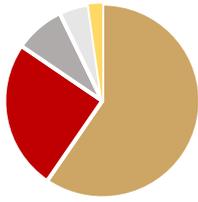
图 7 史丹利百得 (Stanley Black & Decker) 美国市场业务的成本结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2、牧田产能集中于中国和泰国，目前其关税税率高于越南。根据公司 2024 年报，公司目前产能分布在日本、中国、泰国、罗马尼亚等八个国家，各地区 2024 年按量统计，产能占比如下：日本占比 8%，欧洲占比 25%，北美洲占比 2%，亚洲（中国&泰国）占比 60%，中美洲和南美洲占比 5%。收入端，2024 年欧洲、日本、北美分别收入占比 48%、17%、13%。根据美国最新关税政策，中国和泰国的进口关税税率均高于越南。

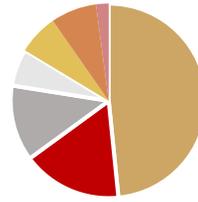
图 8 牧田 (Makita) 2024 年产量分区域结构



- 亚洲 (中国&泰国等)
- 欧洲
- 日本
- 中美洲&南美洲
- 北美

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 9 牧田 (Makita) 2024 年分地区收入结构



- 欧洲
- 日本
- 北美
- 亚洲
- 中美洲和南美洲
- 大洋洲
- 中东非

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3、斯蒂尔 (Stihl)：根据公司官网，斯蒂尔在全球 7 个国家和地区具有工厂，其中在美国销售的大部分产品都是美国制造，其中电池和汽油电动工具多数是在美国制造，目前美国工厂是斯蒂尔全球最大的生产基地。

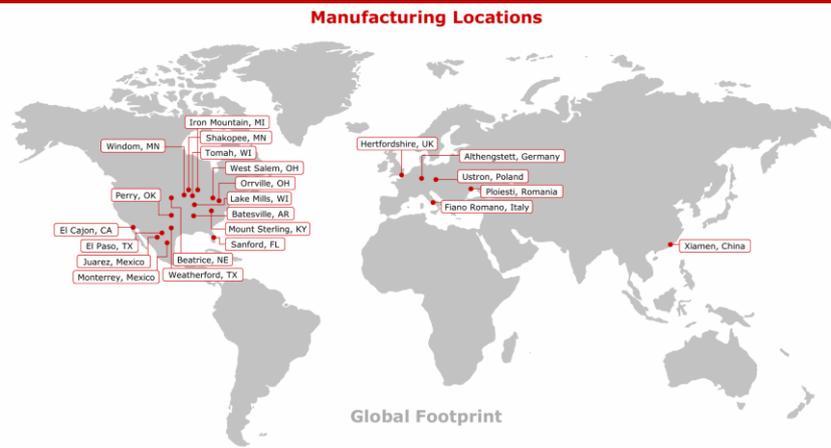
图 10 斯蒂尔 (Stihl) 公司的全球业务布局



资料来源：公司公告，华西证券研究所

4、托罗 (Toro)：根据公司公告，托罗 90%的生产集中在北美地区，其中美国工厂最多，其次是墨西哥，公司预计 (2025 财年) 关税成本将占到销售成本的 3%。

图 11 托罗 (Toro) 的全球生产布局



资料来源：公司公告，华西证券研究所

关税冲击下，美国市场需求波动，消费者对价格敏感度或提升。根据美国芝加哥大学消费者信心指数调查，截止 2025 年 7 月，美国消费者信心指数自 2024 年 1 月下月约 20%。根据富世华 2025 年 7 月公告，富世华认为受贸易关税和地缘政治不稳定影响，市场形势充满不确定性，北美需求显著走弱。因此，我们认为在当前宏观背景下，北美消费者对风险的厌恶提升，或带来价格敏感度的上升。

综上，对比友商，特别是主要对手史丹利百得，创科实业在东南亚具有更充沛的生产资源和明确扩产计划，在关税税率变化和美国本土成本提升下，或具有更强的定价能力和盈利能力，有望掌握竞争主动权。

图 12 美国消费者信心指数



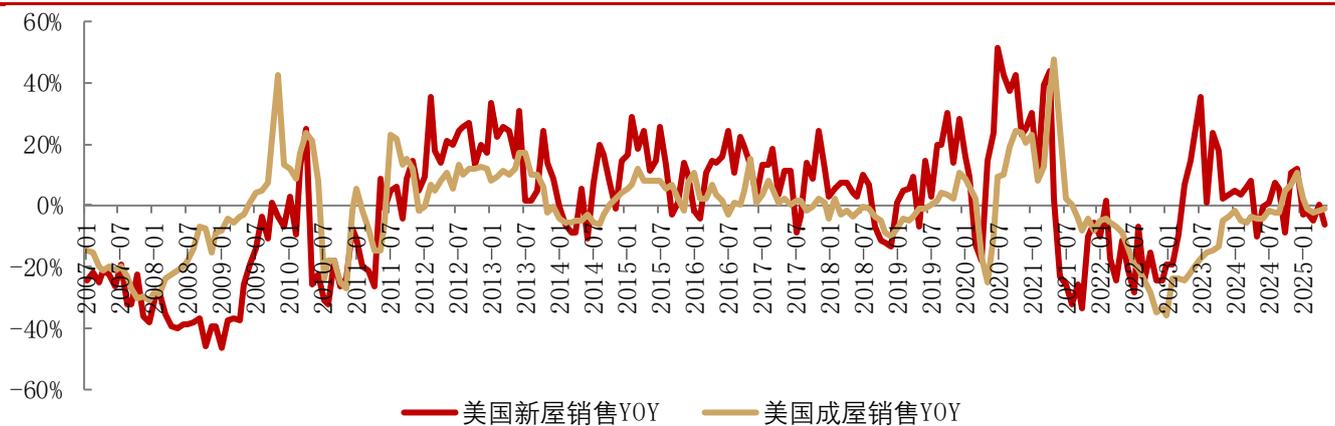
资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.25 年北美工具需求仍处底部，期待 26 年降息刺激需求恢复

3.1. 下游房屋销售数据仍处低位

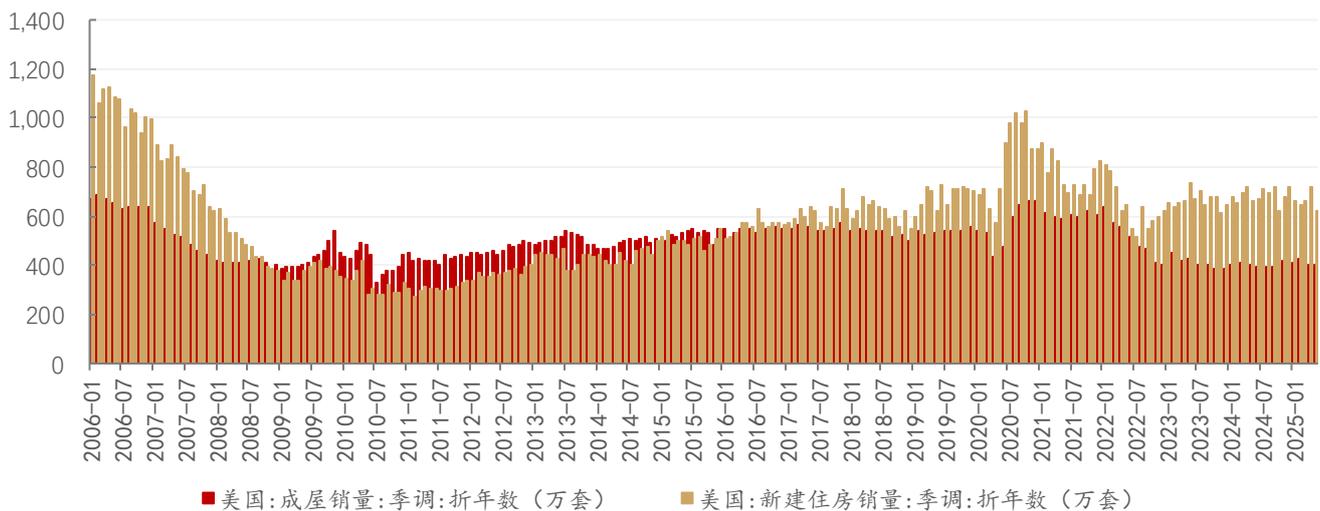
根据 Wind，美国新屋销量、成屋销量同比增速分别于 22 年 11 月和 23 年 1 月前后达到底部位置，目前成屋销量同比增速降幅在 25 年 6 月已收窄至 0% 附近；绝对值上，美国成屋销量（折年数）23 年 7 月以来维持 400 万左右，处于历史底部位置，我们认为需求或已处于修复阶段。

图 13 美国成屋和新屋销售同比增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

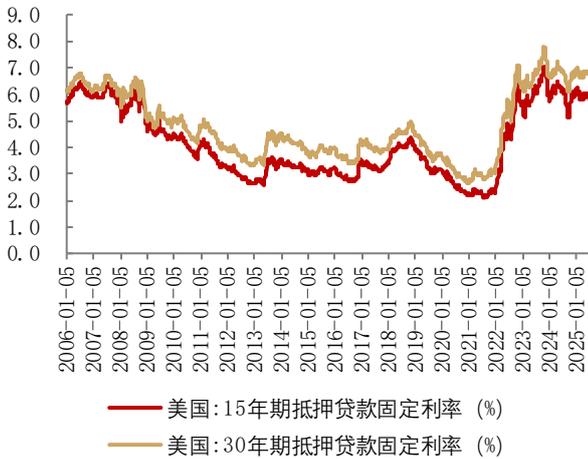
图 14 美国成屋和新屋销量



资料来源：Wind，华西证券研究所

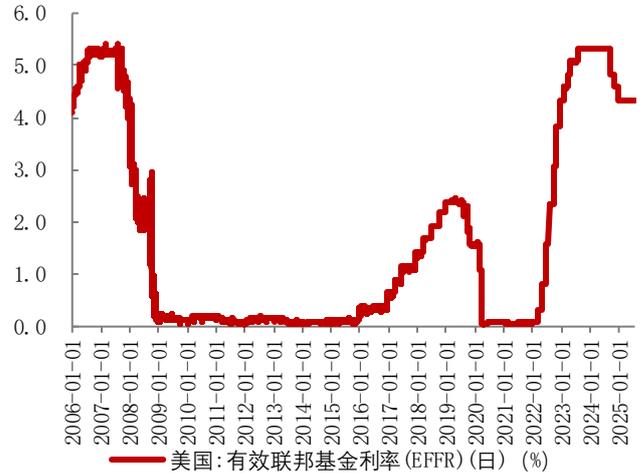
美国房屋贷款利率与美国有效联邦基金利率高度相关，目前仍处于高位。根据 Wind，美国住房利率与联邦基金利率同步于 22 年初开始快速攀升，同期，房屋销量同比增速于 22 年高点回落。联邦基金利率于 23 年 7 月前后达到高点 5.33%，于 24 年 9 月回落至 4.83%，目前维持在 4.33%。30 年住房贷款利率于 23 年 10 月达到 7.8% 的高点，之后降至 6-7% 的水平。

图 15 美国 15 年和 30 年期抵押贷款固定利率



资料来源：Wind，华西证券研究所

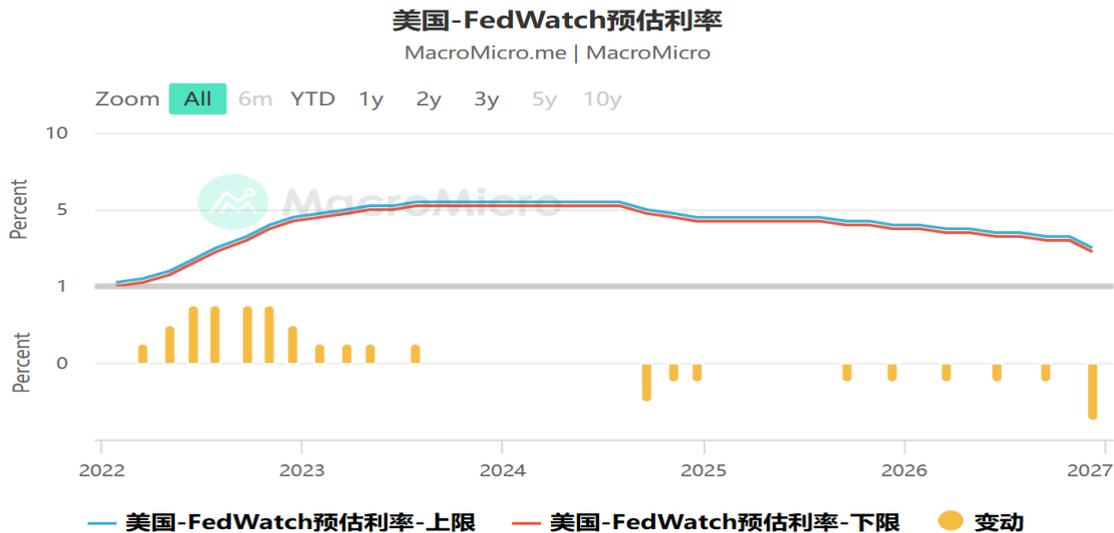
图 16 美国：有效联邦基金利率 (EFFR) (日)



资料来源：Wind，华西证券研究所

根据财经 M 平方，美国联邦准备理事会（Federal Reserve System）预估 2025 年 9 月、12 月会有 2 次降息，2026 年预计 4 次降息。我们认为 2026 年降息政策会刺激房屋销量数据回暖，促进工具消费需求回暖。

图 17 美国-FedWatch 预估利率 (2025 年 7 月 22 日)



资料来源：财经 M 平方，华西证券研究所

3.2.渠道库存或受关税影响，终端零售同比改善

工具相关零售商销额增速筑底，库存或受关税政策影响。根据 Wind，从零售商销售额来看，同比增速已连续多季度维持在低位区间，2025 年 3 月恢复正增长，虽增速不高，但已摆脱 2022 年以来的持续下滑态势。从渠道库存上看，库存水平维持在高位，或因关税政策影响，渠道商提前备货。

图 18 美国工具相关零售销售额同比和库存销售比



资料来源：Wind，华西证券研究所

4.盈利预测

我们调整盈利预测，我们预计 2025-2027 年公司收入为 159、176、196 亿美元（2025、2026 年前值为 164、182 亿美元），归母净利润为 12.9、15.1、17.6 亿美元（2025、2026 年前值为 13.2、15.6 亿美元），对应 EPS 分别 0.71、0.82、0.96 美元（2025、2026 年前值为 0.72、0.85 美元），以 2025 年 7 月 23 日收盘价 12.4 美元计算（根据 Wind，汇率采用 1 港元=0.13 美元），对应 PE 分别为 17/14/13 倍，维持“增持”评级。

5.风险提示

关税政策变化、下游需求不及预期、上游原材料成本波动、海运运费上涨以及港口堵塞造成货物交付不及时、第三方数据失真风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险等。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万美元)					现金流量表 (百万美元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14621.62	15889.73	17585.81	19632.68	净利润	1121.68	1293.88	1506.87	1755.34
YoY(%)	6.35%	8.67%	10.67%	11.64%	折旧和摊销	779.52	262.26	269.15	268.94
营业成本	8726.06	9489.67	10408.20	11512.39	营运资金变动	283.27	-394.09	-242.39	-149.74
营业税金及附加					经营活动现金流	2267.65	1278.18	1660.31	2024.40
销售费用	0.00	2701.25	2972.00	3298.29	资本开支	-686.41	-500.00	-300.00	-230.00
管理费用	1489.88	1525.41	1702.31	1963.27	投资	-2.46	-82.50	-152.50	-192.50
财务费用	53.87	107.40	115.45	124.65	投资活动现金流	-606.24	-566.58	-434.88	-402.84
资产减值损失					股权募资	-34.10	0.00	0.00	0.00
投资收益	-0.03	0.03	0.03	0.03	债务募资	-812.58	-320.00	-180.00	-130.00
营业利润	1253.88	1493.30	1729.53	2004.71	筹资活动现金流	-1332.78	-452.05	-324.30	-299.52
营业外收支					现金净流量	279.11	210.03	801.13	1172.04
利润总额	1216.39	1401.82	1631.70	1899.71	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	94.71	107.94	124.82	144.38	成长能力				
净利润	1121.68	1293.88	1506.87	1755.34	营业收入增长率	6.48%	8.67%	10.67%	11.64%
归属于母公司净利润	1121.68	1293.88	1506.87	1755.34	净利润增长率	14.89%	15.35%	16.46%	16.49%
YoY(%)	14.89%	15.35%	16.46%	16.49%	盈利能力				
每股收益(元)	0.61	0.71	0.82	0.96	毛利率	40.32%	40.28%	40.81%	41.36%
资产负债表 (百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E	净利率	7.67%	8.14%	8.57%	8.94%
货币资金	1232.35	1442.38	2243.51	3415.55	总资产收益率 ROA	8.70%	9.12%	9.31%	9.45%
预付款项					净资产收益率 ROE	17.63%	17.01%	16.72%	16.53%
存货	4076.21	4613.04	5117.36	5724.22	偿债能力				
其他流动资产	14.21	15.89	17.59	19.63	流动比率	1.57	1.72	1.86	1.99
流动资产合计	7699.36	8761.67	10723.85	13145.28	速动比率	0.73	0.81	0.97	1.12
长期股权投资	2.03	2.03	2.03	2.03	现金比率	0.25	0.28	0.39	0.52
固定资产	2248.54	2282.36	2265.75	2230.46	资产负债率	50.63%	46.39%	44.31%	42.82%
无形资产	2746.75	2950.66	2998.13	2994.47	经营效率				
非流动资产合计	5191.13	5430.86	5463.71	5426.77	总资产周转率	1.16	1.17	1.16	1.13
资产合计	12890.49	14192.53	16187.56	18572.05	每股指标 (元)				
短期借款	513.09	313.09	213.09	133.09	每股收益	0.61	0.71	0.82	0.96
应付账款及票据	1872.28	2108.82	2457.49	2878.10	每股净资产	3.47	4.15	4.92	5.80
其他流动负债	2425.72	2542.36	2884.07	3278.66	每股经营现金流	1.24	0.70	0.91	1.11
流动负债合计	4919.03	5096.72	5764.87	6594.02	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	763.65	643.65	563.65	513.65	估值分析				
其他长期负债	844.21	844.21	844.21	844.21	PE	21.69	17.49	15.02	12.89
非流动负债合计	1607.86	1487.86	1407.86	1357.86	PB	3.84	2.97	2.51	2.13
负债合计	6526.89	6584.58	7172.73	7951.88					
股本	689.68	689.68	689.68	689.68					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	6363.60	7607.96	9014.83	10620.17					
负债和股东权益合计	12890.49	14192.53	16187.56	18572.05					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。