

# 巨星科技 (002444)

## 中国手工具出海龙头，供应链国际化构筑核心壁垒

买入 (首次)

2025年09月20日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002  
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 黄瑞

执业证书: S0600525070004  
huangr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	10,930	14,795	16,024	18,749	21,598
同比 (%)	(13.32)	35.37	8.30	17.01	15.20
归母净利润 (百万元)	1,692	2,304	2,505	3,013	3,596
同比 (%)	19.14	36.18	8.73	20.27	19.36
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.42	1.93	2.10	2.52	3.01
P/E (现价&最新摊薄)	24.27	17.82	16.39	13.63	11.42

### 投资要点

- 中国手工具出海龙头，内生外延打造全球品牌矩阵。**巨星科技是中国手工具出海龙头企业，2025H1 美洲/欧洲收入占比达到 65%/26%。业务结构中，手工具为基本盘，市场规模更大的电动工具有望打开第二成长曲线。公司以“并购+品牌”双轮驱动，通过收购 ARROW、LISTA、TESA 等 20 余个国际知名品牌，成功从 OEM 模式转型为 OBM 模式，2024 年 OBM 收入占比已提升 48%。公司业绩增长稳健，2007-2024 年收入/归母净利润年复合增速分别为 15.0%/23.4%，OBM 占比提升&全球采购降本助力盈利能力提升。2025H1 公司收入增速放缓主要系关税冲击，我们判断公司全球“流浪工厂”计划有望显著提高供应链优势，随着海外产能爬坡收入端有望重回快速增长区间。
- 欧美 DIY 文化拉动需求增长，地产+补库周期共振向上。**工具行业需求集中在欧美地区，其深厚的 DIY 文化和高昂的人工成本将拉动工具市场长期增长。根据 Grand View Research 预测，全球工具市场规模将持续稳健增长，预计将从 2024 年的 382 亿美元增长至 2030 年的 544 亿美元，年复合增速达到 5.7%。其中，电动工具市场增速更快，预计 2025-2030 年复合增速将达到 9.4%。短期看，**行业正迎来关键催化：**①**地产周期修复：**随着美国进入降息通道，房地产市场活跃度有望触底回升，将从新建和翻新两个需求层面提振工具需求。②**渠道补库开启：**以家得宝为代表的北美头部渠道商库存已逐步企稳，并进入补库阶段，有望拉动上游订单回暖。③**政策刺激：**美国政府颁布法案，通过提高税收抵免、降低交易成本等方式，刺激居民消费和房地产市场回暖。
- 以设计&创新能力为基石，供应链国际化构筑核心壁垒。****产品端，**欧美工具行业具有极强的消费属性，消费者对产品更新需求旺盛，公司在研发设计&创新上及时响应，在新品推出速度和应用上领先行业，有效保障公司高于同行的盈利能力。**供应端，**在全球贸易收缩背景下，全球采购及制造优势突出。一方面，全球采购分散风险的同时有效降本，另一方面全球制造有效规避关税风险，符合客户供应链安全需求，强化竞争优势，公司份额有望加速提升。
- 盈利预测与投资建议：**公司作为中国手工具出海龙头，通过供应链国际化构筑核心壁垒，充分受益于地产+补库周期共振向上。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 25/30/36 亿元，当前市值对应 PE 分别为 16/14/11 倍。基于欧美地区下游需求回暖以及公司电动工具业务具备高成长性，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**下游需求恢复不及预期，国际贸易风险，行业竞争加剧，汇率及原材料价格波动风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	34.37
一年最低/最高价	19.94/37.05
市净率(倍)	2.27
流通 A 股市值(百万元)	39,423.52
总市值(百万元)	41,054.22

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	15.17
资产负债率(% LF)	19.06
总股本(百万股)	1,194.48
流通 A 股(百万股)	1,147.03

### 相关研究

《巨星科技(002444): 巨星科技: 主业稳定增长符合预期, 智能装备多方位布局》

2016-08-12

## 内容目录

<b>1. 中国手工具出海龙头，内生外延打造全球品牌矩阵</b>	<b>5</b>
1.1. 从 OEM 到 OBM，巨星科技打造全球工具龙头	5
1.2. 实控人资本版图广阔，巨星科技投资收益贡献 2 成净利	6
1.3.1 收入端：2007-2024 年收入 CAGR15%，保持快速增长	7
1.3.2 成本端：原材料+人工占比 90%，成本端具备较强竞争优势	11
1.3.3 费用端：销售费率/管理费率在规模效应下具备下降空间	11
1.3.4 利润端：盈利能力随结构优化、全球采购降本而持续提升	12
1.3.5 盈利模式：利润端表现本质上取决于美国 CPI 与中国 PPI 的剪刀差	13
<b>2. 欧美 DIY 文化拉动长期需求增长，地产+补库周期共振向上</b>	<b>14</b>
2.1.1 市场空间：全球工具市场约 380 亿美元，电动工具增速高于行业	14
2.1.2 市场分布：欧美 DIY 文化盛行，合计市场需求占比 80%	15
2.1.3 市场竞争：行业集中度相对较高，电动工具更为集中	16
2.2.1 市场驱动①：美国降息周期开启，房市销量有望触底修复	17
2.2.2 市场驱动②：北美补库周期开启，头部渠道商恢复增长带动工具市场回暖	19
2.2.3 市场驱动③：美国税务抵免法案提升刺激消费，消费市场有望回暖	19
<b>3. 以设计&amp;创新能力为基石，供应链国际化构筑核心壁垒</b>	<b>20</b>
3.1. 核心竞争力①：以设计&创新能力为基石——及时响应客户	20
3.2. 核心竞争力②：品牌优势，OBM 收入占比持续提高	21
3.3. 核心竞争力③：供应链国际化，“流浪工厂”寻找关税洼地	22
3.4. 核心竞争力④：海外资源赋能渠道，直达欧美终端客户	24
<b>4. 盈利预测与投资建议</b>	<b>25</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>27</b>

## 图表目录

图 1: 巨星科技通过品牌构建, 完成从 OEM 代工到 OBM 经营自有品牌的业务转变.....	5
图 2: 公司主营业务包含手工具、电动工具、工业工具三大类, 2025H1 占营收比重分别为 66%/11%/23% .....	6
图 3: 公司股权结构及实控人对外投资企业 (截至 2025H1) .....	6
图 4: 公司高级管理人员情况.....	7
图 5: 2007-2024 年公司营业收入 CAGR 15%, 收入保持快速增长.....	8
图 6: 巨星科技业务结构拆分 (亿元) .....	8
图 7: 巨星科技电动工具业务收入占比持续提升.....	8
图 8: 电动工具行业可比公司经营情况 (按 2024 年 12 月 31 日 1 美元=7.19 人民币换算) .....	9
图 9: 巨星科技下属 WORX 品牌 20V 无绳电动工具 .....	10
图 10: 巨星科技电动工具标志性突破历程.....	10
图 11: 公司欧洲区域毛利率长期高于美洲 (2021-2022 年毛利率承压主要受汇率、航线成本、原材料价格上涨三重不利影响) .....	10
图 12: 欧洲市场需求 VS 美洲市场需求 .....	10
图 13: 手工具成本结构.....	11
图 14: 刀具成本结构.....	11
图 15: 手持式电动工具成本结构.....	11
图 16: 销售费率/管理费随着业务扩张增长, 研发费用率阶段性下降 .....	12
图 17: 2007-2024 年公司归母净利润 CAGR 为 23.4% .....	12
图 18: 公司盈利能力整体处于上行通道.....	12
图 19: 2021-2022 年钢材、铝锭以及航线成本大幅上升 .....	13
图 20: 2021-2022 年汇率显著承压 .....	13
图 21: 2010 年-2025 年 7 月美国 CPI 与中国 PPI (%) .....	13
图 22: 美国 CPI 与中国 PPI 剪刀差处于历史高位水平 (%) .....	13
图 23: 全球工具市场规模 (单位: 10 亿美元) .....	14
图 24: 动力工具市场规模及产品 (单位: 10 亿美元) .....	14
图 25: 2024 年各类工具占全球工具市场规模比重.....	14
图 26: 五金工具的主要组成部分.....	14
图 27: 欧美 DIY 成本 vs 专业改造成本.....	15
图 28: 2024 年手工具需求分类.....	15
图 29: 2024 年电动工具市场分布.....	15
图 30: 2024 年欧美与中国就业人员平均每周工时.....	16
图 31: 2024 年美国各年龄段 DIY 爱好者占比 .....	16
图 32: 2021 年全球工具 CR5 厂商市占率 67%.....	16
图 33: 2024 年全球主要电动工具品牌市场份额比较.....	16
图 34: 截至 2025H1, 巨星科技国内产能占比最低.....	17
图 35: 除 2023 年外, 巨星科技营收增速 > 美国大型商超营收增速, 份额持续提升.....	17
图 36: 美国成屋增长率与美国联邦基金利率存在明显逆向关系.....	18
图 37: 美国成屋销量拉动五金店销量增减.....	18
图 38: 家得宝营收增速与美国工具市场消费增速一致.....	18
图 39: 家得宝营业总收入&存货同比增长率 .....	19
图 40: 劳氏营业总收入&存货同比增长率 .....	19

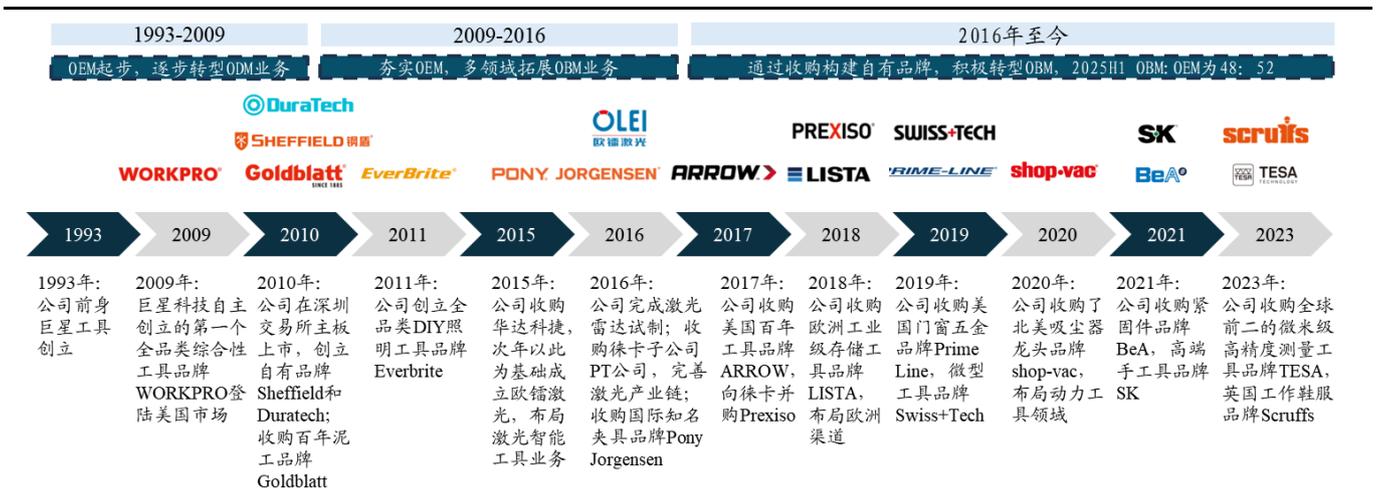
图 41:	美国各类法案影响.....	20
图 42:	巨星科技 2024 年研发投入项目 .....	21
图 43:	巨星科技通过大规模并购海外品牌转型升级.....	21
图 44:	巨星科技自有品牌占营业收入比例持续提升.....	21
图 45:	长期毛利率水平: OBM 厂商 > ODM 厂商 > OEM 厂商 .....	22
图 46:	创科实业通过并购转型 OBM 厂商历程 .....	22
图 47:	巨星科技流浪工厂计划示意图.....	23
图 48:	巨星科技全球化生产制造基地.....	23
图 49:	巨星科技东南亚生产基地投产进度.....	23
图 50:	巨星科技突破传统渠道.....	24
图 51:	江苏宏宝 2011 年客户分布 .....	24
图 52:	巨星科技 2011 年客户分布 .....	24
图 53:	2020-2024 巨星科技前五大客户占营收比接近 50%.....	25
图 54:	盈利预测 (单位: 百万元) .....	26
图 55:	可比公司估值表.....	27

## 1. 中国手工具出海龙头，内生外延打造全球品牌矩阵

### 1.1. 从 OEM 到 OBM，巨星科技打造全球工具龙头

中国手工具出海龙头企业，内生外延打开成长空间。杭州巨星科技股份有限公司成立于 1993 年，产品涵盖手工具、电动工具、气动紧固工具、激光测量工具、激光雷达、工具柜、工业存储柜、工业吸尘器等产品。手工具行业具备品类多、更新迭代快、市场分散等特点，公司凭借业内领先的供应链管理和产品创新设备优势，形成了覆盖全球的采购和销售渠道，核心客户包括家得宝、劳氏等全球份额领先的商超龙头。公司以“并购+品牌”双轮驱动，2009 年前专注 OEM/ODM，2010 年起通过收购 ARROW、LISTA、Shop-Vac 等 20 余个国际知名品牌，快速转型 OBM。截至 2025 年上半年，OBM 收入占比已提升至 48%，实现从代工厂到品牌运营商的跨越。

图1：巨星科技通过品牌构建，完成从 OEM 代工到 OBM 经营自有品牌的业务转变



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

覆盖欧美等全球核心市场，电动工具有望成为公司第二成长曲线。公司产品包括手工具、电动工具和工业工具三类，2025H1 三类产品各自收入占比分别为 66%/11%/23%。

(1) 手工具：2024 年市场规模约 150 亿美元，公司以手工具起家，2024 年全球市占率 6% 以上，位列全球第二；(2) 电动工具：技术壁垒更高，2024 年市场规模达到 420 亿美元，公司全球市占率仅 0.5%，仍有较大成长空间，未来有望成为公司第二成长曲线。

图2：公司主营业务包含手工具、电动工具、工业工具三大类，2025H1 占营收比重分别为 66%/11%/23%

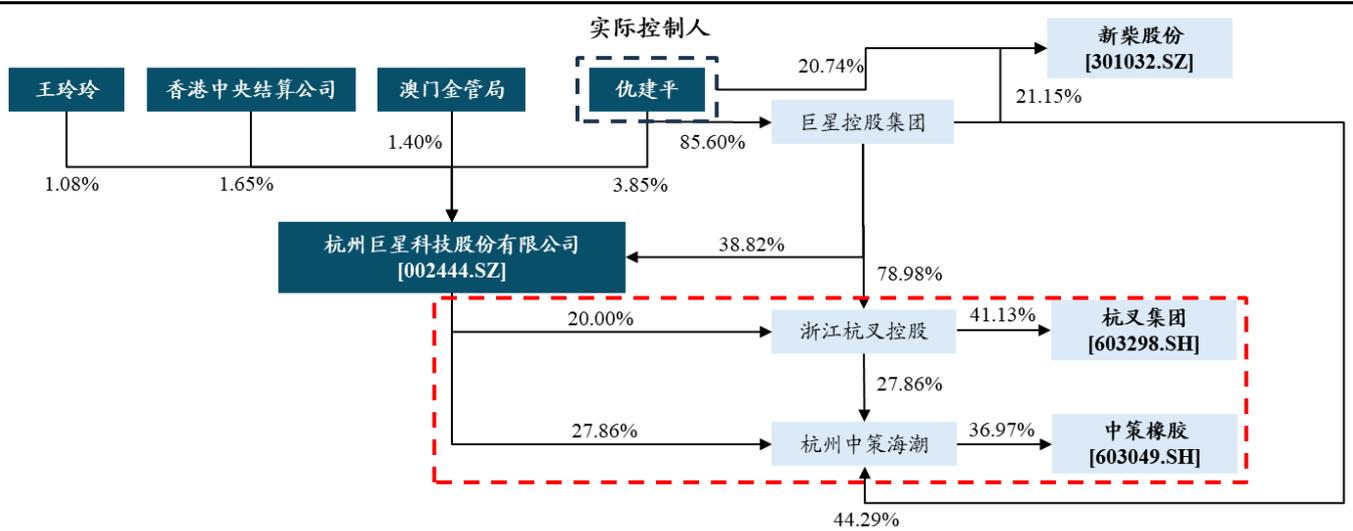
类别	简介	示意图	相应品牌
手工具 (66%)	扳手、钳子等手动施力工具		WORKPRO, SK, PONY JORGENSEN, DuraTech, PRIME-LINE, EverBrite, Goldblatt, SHEFFIELD 钢盾, ARROW, SWISS-TECH
电动工具 (11%)	与手工具相对，由电机驱动的工具：包括气动钉枪为代表的紧固件工具与耗材		ARROW, BeA, WORKPRO, SHEFFIELD 钢盾, DuraTech
工业工具 (23%)	激光测量/激光雷达： 应用于机械控制、移动测绘，地理信息测量、精密制造业等领域		PREXISO, DuraTech, OLEI, WORKPRO, TESA, SHEFFIELD 钢盾
	箱柜存储设备： 为工业客户提供存储柜、工作站和货架等存储系统		LISTA, SHEFFIELD 钢盾, WORKPRO, SK, DuraTech
	专业吸尘设备： 提供包括用于消费和商业用途的干湿真空吸尘器及配件、车载吸尘器等吸尘设备		shop-vac, WORKPRO
	劳动防护用品： 包括工作服与安全鞋，提供适应严苛工作条件的劳动者个人保护产品		scruffs

数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

### 1.2. 实控人资本版图广阔，巨星科技投资收益贡献 2 成净利

公司董事长仇建平先生为实控人，截至 2025H1，通过直接持股、间接持股及一致行动人，共计持有公司约 38.2% 的股权。董事长资本版图广阔，通过巨星控股集团，实际控制巨星科技（002444.SZ）、中策橡胶（603049.SH）、杭叉集团（603298.SH）、新柴股份（301032.SZ）四家上市公司。形成横跨工具制造、橡胶轮胎、工业车辆、动力系统的制造业矩阵。同时，巨星科技参股杭叉集团、中策橡胶所产生的投资收益，贡献了公司 2025H1 约 20% 的净利润，成为利润的重要支撑之一。

图3：公司股权结构及实控人对外投资企业（截至 2025H1）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**高管长期任职经验丰富。**公司创始人仇建平是中国改革开放后第一批大学生和硕士，具有丰富的外贸经验。仇建平研究生毕业后于浙江省机械外贸进出口公司工作，积累了大量的人脉和欧美工具品牌客户，巨星的创业资金就来源于其在美国大客户 Great Neck 30 万美元借款。

图4：公司高级管理人员情况

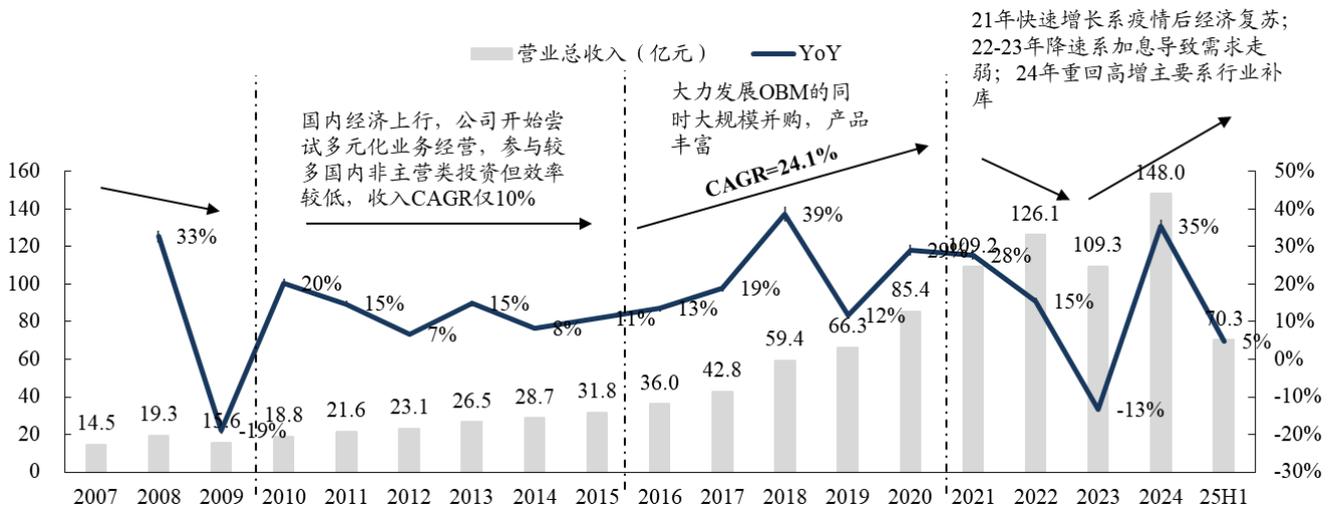
高管姓名	担任职务	工作经历
仇建平	董事长	1962年出生，1985年毕业于西安交通大学机械铸造专业，获研究生学历、工学硕士学位。2008年6月至2021年1月，任公司董事长、总裁。2021年1月至今，任公司董事长。
池晓衡	副董事长、总裁	2008年6月至2020年8月，任公司董事、副总裁。2020年8月至2021年1月，任公司副董事长、副总裁。2021年1月至今，任公司副董事长、总裁。
仇菲	董事	2014年11月至2023年10月，任巨星控股集团有限公司副总经理；2023年10月至今，任巨星控股集团有限公司总经理；2019年1月至今，任浙江杭叉控股股份有限公司董事；2021年9月至今，任中策橡胶集团股份有限公司董事；2023年12月至今，任浙江新柴股份有限公司董事。2024年5月至今，任公司董事。
王刚	独立董事	注册会计师、高级经济师。曾任浙江省海宁市地方税务局稽查员，上海荣正投资咨询有限公司研发总监，上海海隆软件股份有限公司董事会秘书、人力资源部长、总经理助理，杭州老板家电厨卫有限公司董事会秘书。2017年8月至今任杭州老板电器股份有限公司董事、副总经理、董事会秘书。2020年8月至今任公司独立董事。
盛桂浩	监事会主席	2014年8月至今任浙江杭叉控股股份有限公司副董事长。2023年9月至今，任公司监事会主席。
施虹	独立董事	2005年9月至2018年7月，任上海海事大学海洋科学与工程学院环境工程教研室副教授，兼任环境工程实验室主任。2020年8月至今任公司独立董事。
张茅	副总裁	2021年5月至2022年1月，任杭州巨星科技股份有限公司国际电商务部高级总监。2022年1月至今，任公司副总裁，负责公司国际电商业业务。
陈智敏	独立董事	现任杭州泰格医药科技股份有限公司、浙江迦南科技股份有限公司监事，杭州宏华数码科技股份有限公司、桐昆集团股份有限公司独立董事。2020年8月至今任公司独立董事。

数据来源：公司 2024 年年报，东吴证券研究所

### 1.3.1 收入端：2007-2024 年收入 CAGR15%，保持快速增长

**2007-2024 年公司营业收入 CAGR 15%，收入保持快速增长。**公司营收从 2007 年的 14.5 亿元增长至 2024 年 148.0 亿元：①2008-2009 年，美国次贷危机冲击行业需求，公司收入增速也明显下降；②2010-2015 年，国内经济上行，公司开始尝试多元化业务经营，参与较多国内非主营类投资但效率较低，收入 CAGR 仅 10%；③2016-2020 年，公司重新聚焦欧美消费品，开始大力发展 OBM 的同时大量收购海外品牌，持续扩张产品类型，营收 CAGR 达到 24.1%；④2021-2024 年，经济复苏、加息、库存等影响导致公司收入端波动较大，2021 年受益于欧美经济快速复苏收入同增 28%，2022-2023 年由于美国加息导致收入降速，2024 年行业进入补库阶段收入重新提速。2025H1 受到关税冲击公司收入短暂承压，我们判断公司全球“流浪工厂”计划有望显著提高供应链优势，随着海外产能爬坡收入端有望重回快速增长区间。

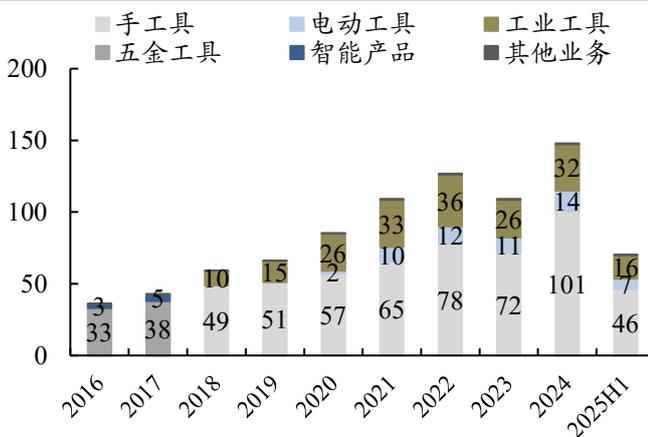
图5：2007-2024 年公司营业收入 CAGR 15%，收入保持快速增长



数据来源：Wind，公司 2023 年年报，东吴证券研究所

分产品拆分来看，手工具贡献主要营业收入，电动工具占比缓慢提升。①手工具：2018年起占公司收入比重60%以上，2024年公司手工具收入100.7亿元，同比增长40.5%，主要系2023年渠道端去库存彻底，2024年补库存带来订单回补。2025H1在关税冲击下收入46.2亿元，同比增长1.6%，展现出较强韧性。②电动工具：2021年公司将电动工具列入战略发展业务，收入占比从2020年2%提升至2025H1的11%，2025H1收入7.4亿元，同比大幅增长56%，主要系：①公司在20V锂电工具领域实现创新突破，首次切入主流市场和主流产品；②公司电动工具产能已实现中国与越南双基地交付，产能得到明显补充。

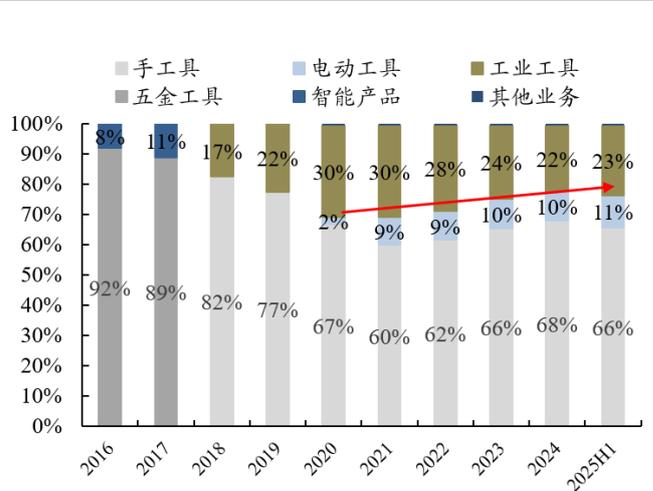
图6：巨星科技业务结构拆分（亿元）



注：公司2022年业务结构为“手工具及存储箱柜”以及“动力工具、激光测量仪器及储能工具”，无法拆分，图中2022年业务结构为测算结果。

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图7：巨星科技电动工具业务收入占比持续提升



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

**电动工具市场规模更大&毛利率更高,未来有望成为公司第二成长曲线。**根据 Grand View Research , 2024 年全球手工工具/电动工具市场规模分别为 118/264 亿美元, 电动工具市场空间更大。且随着无绳化、电池技术和无刷电机的快速发展, 电动工具市场规模有望实现较快增长, 2025-2030 年全球电动工具市场规模年均复合增速达 9.4%, 而同期工具市场预计 CAGR 仅 5.7%。此外, 电动工具盈利能力也更强, 行业龙头公司 2024 年毛利率均超过 30%, 但公司由于规模尚小, 2024 年毛利率仅 24%。未来随着电动工具产能持续扩张, 公司电动工具收入规模&盈利能力均有较大提升空间。

图8: 电动工具行业可比公司经营情况 (按 2024 年 12 月 31 日 1 美元=7.19 人民币换算)

公司	业务	2024年营业收入	2024年毛利率	2024年净利率
史丹利百得	北美传统工具巨头, 拥有 DeWalt、Black+Decker、Craftsman 等知名品牌。公司电动工具业务覆盖从专业工地到家用 DIY 的全场景, 渠道深耕北美市场。近年来受全球去库存和成本高企影响, 盈利能力承压。	1105亿元 (包含手工工具)	29%	2%
创科实业	全球电动工具行业领导者, 核心业务集中在无绳电动工具和园林设备。旗下 Milwaukee 主打高端专业市场, Ryobi 面向大众 DIY 用户, 品牌组合完整, 覆盖不同层次客户。	1051亿元	40.3%	7.7%
牧田电机	业务集中在电动工具和园林设备领域, 在无绳电动工具方面拥有深厚积累。其产品广泛应用于建筑、维修和木工等领域, 定位中高端市场。在日本、欧洲、北美及亚洲多地均有生产基地, 国际化供应链完善。	364亿元	36.0%	10.5%
巨星科技	电动工具业务目前处于成长初期, 收入占比相对较低, 主要通过 WORKPRO、DURATECH 等自有品牌切入市场, 产品覆盖电钻、电动螺丝刀、角磨机等基础品类。	14.4亿元 (仅电动工具)	23.8% (仅电动工具)	/
泉峰控股	公司聚焦电动工具和园林设备, 同时布局 ODM 与自有品牌。旗下 EGO 在无绳园林工具领域全球领先, SKIL 主打大众市场, DEVON 则面向专业用户。	128亿元	34.7%	6.4%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**技术突破能力强劲, 电动工具市场份额提升确定性强。**2025 年 7 月 11 日, 公司公告已获得某国际大型零售商的全球采购确认, 涵盖 20V 无绳锂电池电动工具及相关零配件, 未来三年覆盖全球数千家门店, **年度采购额不低于 3000 万美元**。该订单首次明确要求在越南生产并交付美国市场产品, 是公司自 2021 年大规模布局电动工具业务以来首次实现中国以外地区的产能落地, 标志着在全球制造体系与供应链协同上的重大突破。随后, 7 月 15 日公司又中标某欧洲大型零售商订单, **年度采购额不低于 1500 万美元**, 进一步验证了公司在消费级无绳电动工具领域的技术实力与市场认可度。两项订单相继落地, 充分说明公司技术突破能力强劲, 全球电动工具市场份额提升确定性强。

图9：巨星科技下属 WORX 品牌 20V 无绳电动工具



数据来源：公司年报，公司官网，东吴证券研究所

图10：巨星科技电动工具标志性突破历程

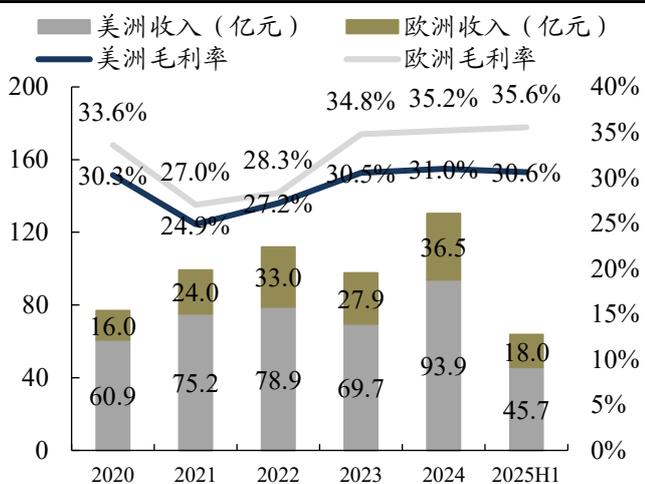
时间	事件
2020年	通过收购Shop-Vac、BeA切入动力工具赛道
2021年	将电动工具确立为战略发展业务，开启无绳电动工具产品线布局，推出以20V无绳锂电为核心的全品类平台
2022年	首次获得美国大型零售商12V电动工具长期采购订单，年订单金额不少于1,500万美元，标志着产品进入北美主流线下渠道
2023年	再获美国大型零售商电动工具确认订单，年订单金额不少于4,000万美元
2024年	实现20v锂电池工具的突破性突破，同时在全球多个国家投产电动工具产业
2025年上半年	电动工具业务收入同比增长56%，增速居各业务板块第一；跑通中国+越南双基地交付模式

数据来源：公司年报，公司官网，东吴证券研究所

分区域拆分来看，2025H1 美洲/欧洲/其他/国内市场收入占比分别为 65%/26%/5%/4%。盈利能力方面，美洲/欧洲毛利率分别为 31%/36%，欧洲高于美洲主要系客户结构及产品差异：①美国客户以大型零售商为主，议价能力强，公司常以 ODM 方式供货，毛利率相对较低；欧洲市场渠道更加多元，除了大型商超，还有本土中小型分销商、跨境电商等方式，自有品牌占比更高；②欧洲多以工业级高端产品为主，美洲为消费级产品占比高。

美国市场前景优于欧洲：(1) 市场规模来看：2024 年美洲市场规模约 500 亿美元，竞争格局较为集中，未来份额提升确定性更强；2024 年欧洲市场规模 150 亿美元，竞争格局分散且较为激烈。(2) 美国降息预期带来更大修复弹性：美国市场对降息高度敏感，需求复苏一旦启动，弹性将显著高于欧洲。

图11：公司欧洲区域毛利率长期高于美洲（2021-2022 年毛利率承压主要受汇率、航线成本、原材料价格上涨三重不利影响）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图12：欧洲市场需求 VS 美洲市场需求

	美洲	欧洲
市场结构 (2024年)	约500亿美元单一大市场	约150亿美元分散的小市场
短期现状	需求疲软，2025年4月因涨价预期短暂改善，5月起受关税与房地产销售下行拖累再度下滑	美国加征关税导致部分原出口美洲的小厂转向欧洲，加剧竞争
长期展望	降息对需求刺激强劲。由于“子弹贷款”等金融工具，消费者对降息非常敏感。预计降息后一个季度内需求将明显好转	欧洲市场高度分散（德、法、意、英等国语言和市场各不相同），难以形成规模效应，容易受到专注某一市场的小型厂商价格冲击

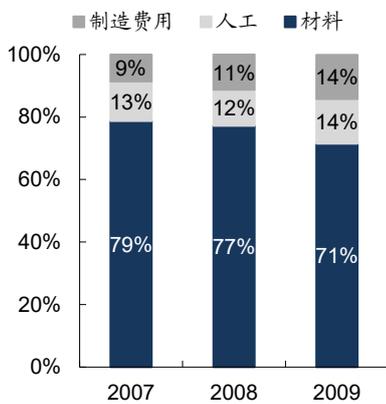
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

### 1.3.2 成本端：原材料+人工占比 90%，成本端具备较强竞争优势

原材料+人工占比 90%，相较于竞争对手具有显著成本优势。根据公司招股书，在手工工具、刀具、手持式电动工具的自制产品中，①材料成本占比达 70-90%，是决定产品成本波动的核心因素。2009 年材料成本占比大幅下降源于主要原料钢、铝、塑料价格大幅下降（其中钢材占原材料成本比重最高）。②人工成本占比在 10-15% 左右，随工资调整有所波动。2008 年因加薪导致人工费用占比提高，2009 年因原料价格下跌，相对抬升人工费用在总成本中的比重。③制造费用占比在 5-15%左右，2009 年占比上升同样系原材料价格下跌原因。总体来看，公司成本波动主要由钢、铝、塑料等原料价格决定，为公司盈利能力的核心外部变量。

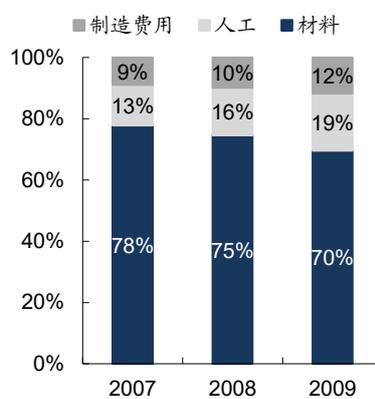
公司作为一家国内生产、欧美销售的出口型企业，原材料+人工远低于海外竞争对手。美国 CPI 和中国 PPI 之间的剪刀差成为核心利润来源。

图13：手工工具成本结构



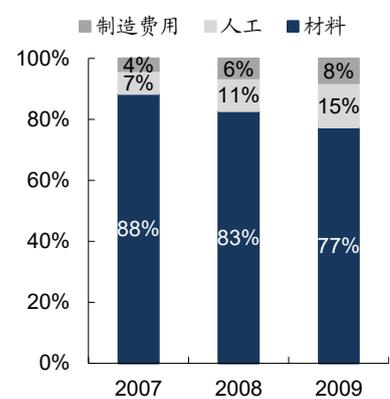
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图14：刀具成本结构



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图15：手持式电动工具成本结构

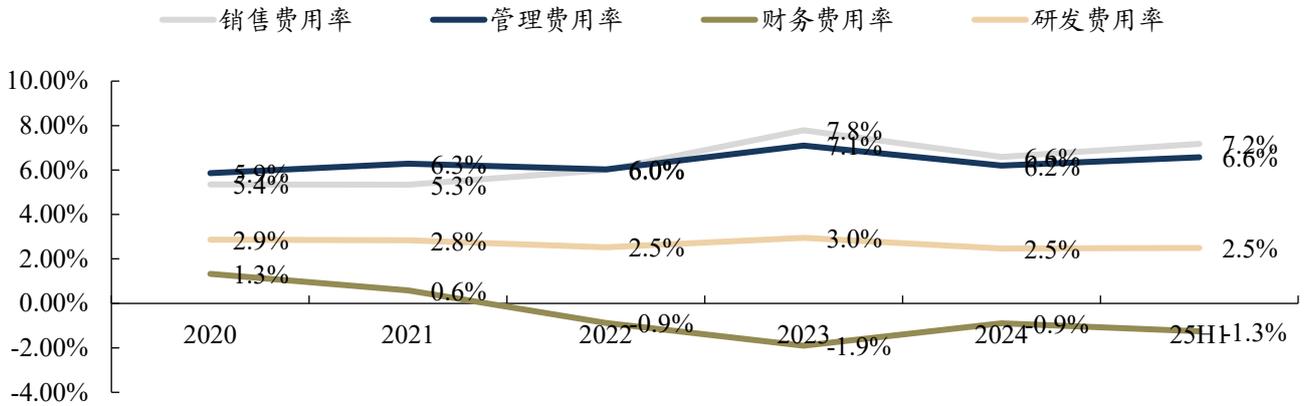


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

### 1.3.3 费用端：销售费率/管理费率在规模效应下具备下降空间

销售费率/管理费率随着业务扩张增长，长期来看规模效应下具备下降空间。2020 年以来，公司销售费率/管理费率随着业务扩张增长。随着东南亚工厂产能逐渐释放，长期来看规模效应下销售费率/管理费率具备下降空间。研发方面，从公司披露的研发项目构成来看，其研发投入呈现“技术突破与市场适配双轨并行”的特征：一方面延续传统技术创新路径，聚焦工艺优化与技术问题攻坚；另一方面注重消费端需求导向的产品迭代，通过新品开发与产品规格矩阵扩充，精准覆盖不同客户群体的差异化需求。具体来看，后者以现有产品体系为基础，主要围绕功能升级、外观迭代及规格延伸展开，具备研发周期短、单项目投入规模可控的显著特点。

图16: 销售费率/管理费用率随着业务扩张增长, 研发费用率阶段性下降



数据来源: Wind, 2024 年年报, 东吴证券研究所

### 1.3.4 利润端: 盈利能力随结构优化、全球采购降本而持续提升

2007-2024 年归母净利润 CAGR 为 23.4%，盈利能力明显提升。公司净利润增速显著高于收入增速，一方面展现了公司优异的产品力和供应链管理能力，另一方面我们判断主要系 OBM 占比提升&全球一体化分布式制造体系带来的采购成本的下降。由于公司 95%以上收入来自于海外，因此公司盈利水平会受到如汇率、航线成本、关税等因素的影响而随之波动，如 2021-2022 年公司毛利率受到来自汇率、航线成本、原材料价格上涨三重不利影响的叠加，盈利能力显著承压。展望未来，随着公司 OBM 占比进一步提高，公司盈利能力有望持续提升。

图17: 2007-2024 年公司归母净利润 CAGR 为 23.4%



数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所

图18: 公司盈利能力整体处于上行通道



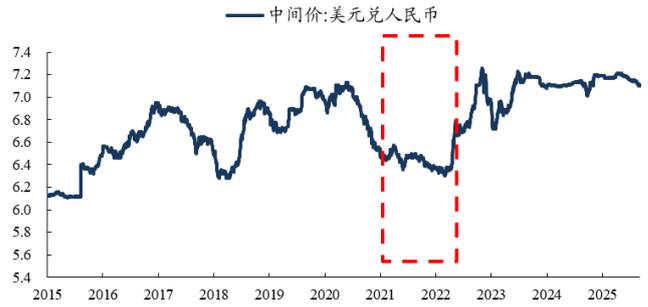
数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所

图19: 2021-2022 年钢材、铝锭以及航线成本大幅上升



数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所  
注: 最新数据截至 2025 年 8 月末

图20: 2021-2022 年汇率显著承压



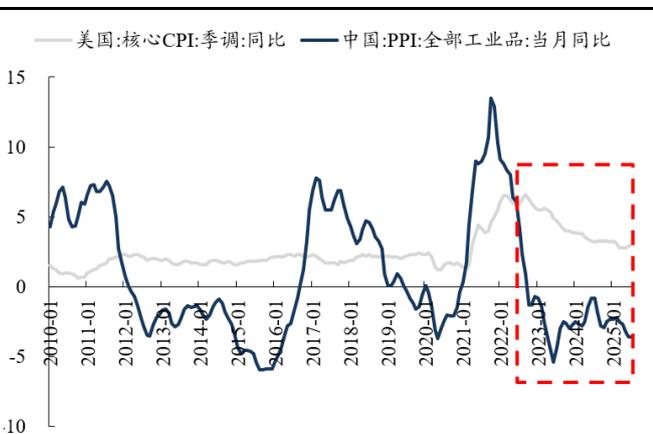
数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所  
注: 最新数据截至 2025 年 8 月末

### 1.3.5 盈利模式: 利润端表现本质上取决于美国 CPI 与中国 PPI 的剪刀差

公司利润端的表现核心取决于美国 CPI 与中国 PPI 的剪刀差。巨星科技海外业务占绝对主导, 2025 年上半年公司海外营收占比达 95.6%, 其中美洲占比 65%。国内制造+海外销售的业务模式, 使公司的盈利能力与美国 CPI 和中国 PPI 的剪刀差高度相关。自 2022 年 7 月以来, 一方面, 美国通胀环境 (CPI 上行) 使得公司在终端市场具备较强的提价能力; 另一方面, 中国生产资料价格下行 (PPI 下降) 有效降低了公司在原材料、零部件及制造环节的采购成本, 在成本端持续改善。当两者叠加形成较大的“剪刀差”时, 公司在收入与成本两端同时受益, 盈利能力显著增强。当前这一剪刀差处于历史高位水平, 公司在利润端具备较强的弹性。

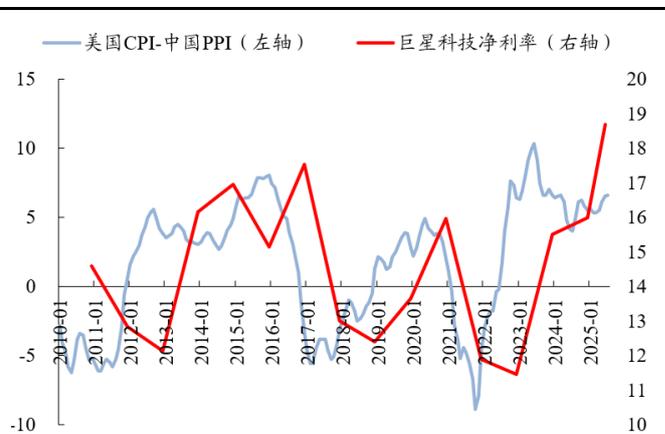
“美国 CPI-中国 PPI”可作为公司利润端的前瞻指标。从历史来看, 巨星科技净利率走势与“美国 CPI-中国 PPI”的剪刀差与高度一致, 表明在国内制造+海外销售的业务模式下, 宏观指标已成为驱动公司盈利弹性的核心外部变量, 且该剪刀差往往领先于净利率变化 1 年左右, 可以作为公司利润端的重要前瞻指标。

图21: 2010 年-2025 年 7 月美国 CPI 与中国 PPI (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图22: 美国 CPI 与中国 PPI 剪刀差处于历史高位水平 (%)



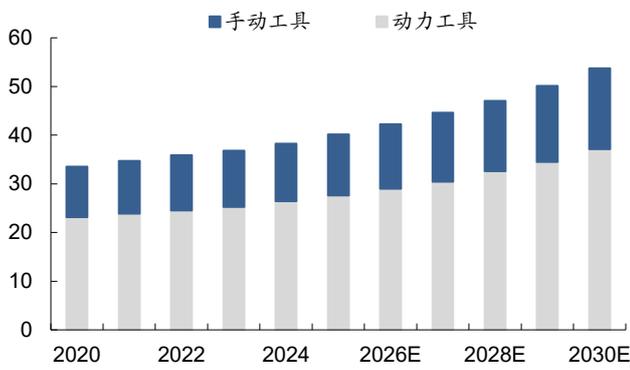
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 欧美 DIY 文化拉动长期需求增长，地产+补库周期共振向上

### 2.1.1 市场空间：全球工具市场约 380 亿美元，电动工具增速高于行业

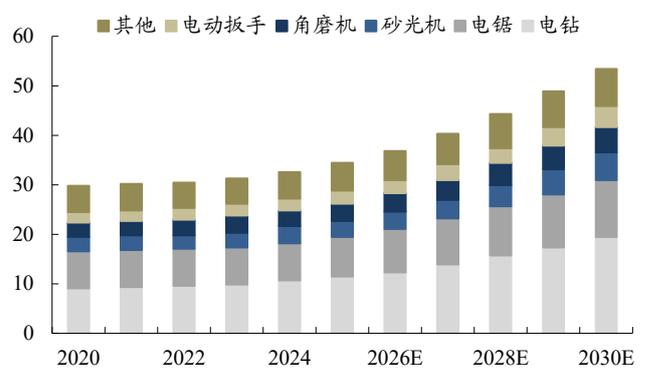
2024 年全球工具市场空间约 382 亿美元，2020-2024 年复合增速达到 3.35%。根据 Grand View Research 预测，2024-2030 年全球工具市场规模有望从 382 亿美元增长至 544 亿美元，年复合增速达到 5.7%，全球工具市场呈现稳健增长态势。按照动力来源，工具类可以分为手工具和电动工具，2024 年手工具/电动工具市场规模分别为 118/264 亿美元，2020-2024 年复合增速分别为 3.32/3.36%。随着电动技术的成熟，电动工具未来有望呈现更快的增长态势。公司当前主业聚焦于手工具，未来有望切入市场规模更大、增速更快的电动工具市场。

图23：全球工具市场规模（单位：10 亿美元）



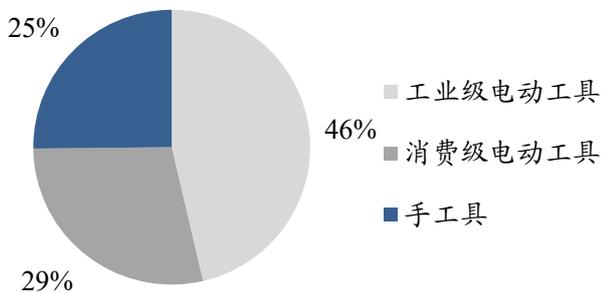
数据来源：Grand View Research，东吴证券研究所

图24：动力工具市场规模及产品（单位：10 亿美元）



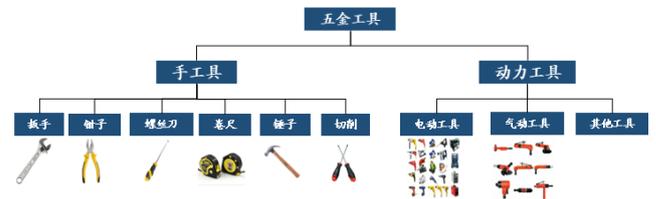
数据来源：Grand View Research，东吴证券研究所

图25：2024 年各类工具占全球工具市场规模比重



数据来源：Grand View Research，东吴证券研究所

图26：五金工具的主要组成部分



数据来源：中国磨料磨具网，东吴证券研究所

2.1.2 市场分布：欧美 DIY 文化盛行，合计市场需求占比 80%

区域维度来看，欧洲与美国为主要市场：2023 年欧洲与美国市场手工具市场规模占比高达 77.6%，2024 年披露的全球各地区电动工具市场规模欧美市场占比约 70%。据 Coherent 统计，手工具下游需求中，消费 DIY 需求占比达 60%，手工具 DIY 属性十分突出，这与欧美地区 DIY 文化的盛行密不可分。

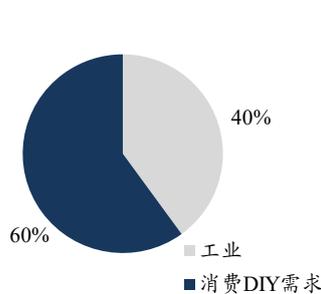
欧美地区较高的人力成本提高 DIY 的经济性，带动手工具需求旺盛。根据 TheStreet，美国约 70% 的房主至少尝试过一个 DIY 项目。厨房改造、浴室升级等项目，DIY 费用均低于专业成本，例如厨房改造 DIY 费用最高为 15000 美元，专业成本最低 25000 美元，二者边界差达 10000 美元，DIY 能大幅节省开支。

图27：欧美 DIY 成本 vs 专业改造成本

项目	DIY费用 (单位: USD)	专业成本 (单位: USD)	边界差 (单位: USD)
厨房改造	10000-15000	25000-50000	10000
浴室升级	5000-8000	15000-30000	7000
绘画装饰	1000-3000	5000-10000	2000
地板安装	2000-5000	5000-15000	0
甲板构建	1500-4000	4000-10000+	0

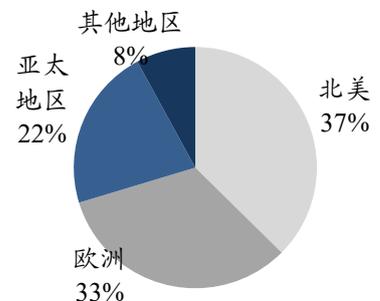
数据来源：GatorRated，东吴证券研究所

图28：2024 年手工具需求分类



数据来源：Coherent，东吴证券研究所

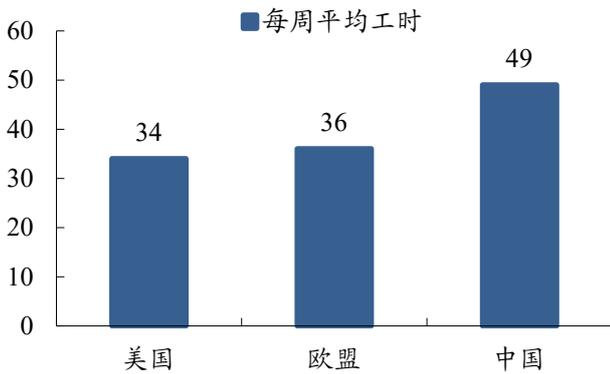
图29：2024 年电动工具市场分布



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

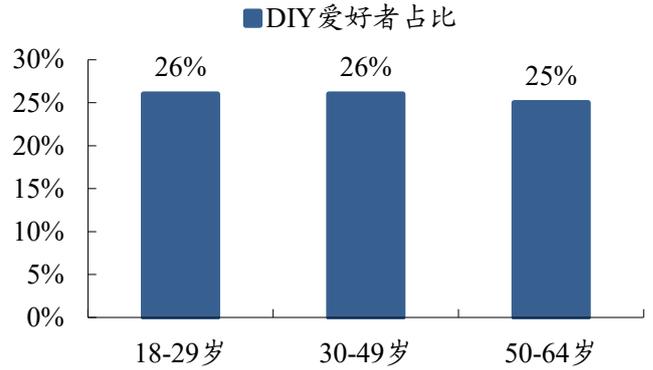
从欧美生活方式和历史文化看，DIY 已经成为其生活的组成部分。首先，欧美家庭有更多的闲暇时间，为 DIY 的开展提供了基础，以法国为例，实行每周三十五小时的工作制，人们拥有大量空闲时间去开展 DIY 活动。其次，DIY 文化在各年龄段均匀分布，已经渗透到文化之中。在美国家庭中，不同年龄段的人都积极参与 DIY 项目，年轻人热衷于创意性较强的 DIY，中年人会参与家具维修等较大型的 DIY 项目，老年人则喜欢园艺类 DIY。与此同时，DIY 在社媒上也深受欢迎，例如油管上存在不少千万播放的 DIY 短视频。

图30: 2024年欧美与中国就业人员平均每周工时



数据来源: Trading Economics, 欧洲时报, 东吴证券研究所

图31: 2024年美国各年龄段DIY爱好者占比



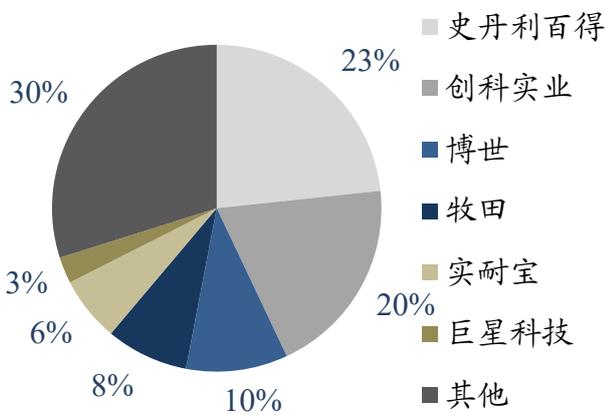
数据来源: Statista, 东吴证券研究所

### 2.1.3 市场竞争: 行业集中度相对较高, 电动工具更为集中

全球工具行业集中度相对较高, 2021年CR5约为67%, 巨星科技仅占约3%。手工工具行业集中度相对分散, CR3约为27.6%, 其中史丹利百得、巨星科技、APEX工具集团为全球收入规模排名前三的企业。电动工具行业竞争格局已渐趋稳定, 呈现“一超多强”格局, 2024年, 创科实业以21%市占率成为行业龙头, 博世、牧田等龙头企业合计市场份额超60%。

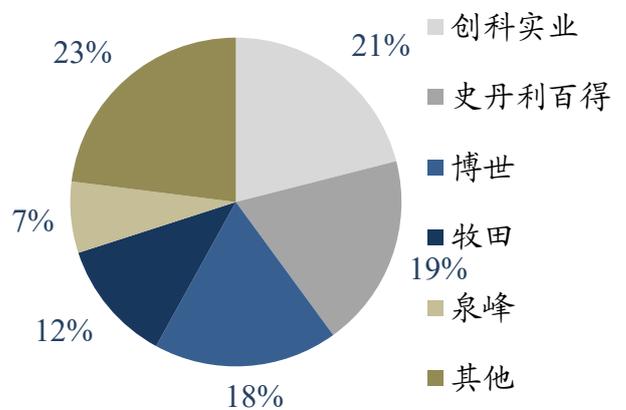
电动工具集中度更高, 核心源于技术壁垒与规模效应的双重驱动。电动工具融合电机、锂电、智能控制等技术, 研发投入门槛高(如高端无刷电机、电池管理系统的突破), 中小企业难以企及; 同时, 大规模生产可大幅降低成本(如锂电包、核心部件的批量制造与供应链议价), 龙头企业凭借产能与供应链优势, 更易形成市场垄断力, 而手工工具技术门槛低、标准化程度弱, 更易形成分散竞争格局。

图32: 2021年全球工具CR5厂商市占率67%



数据来源: 华经产业研究院, 未来智库, 东吴证券研究所

图33: 2024年全球主要电动工具品牌市场份额比较

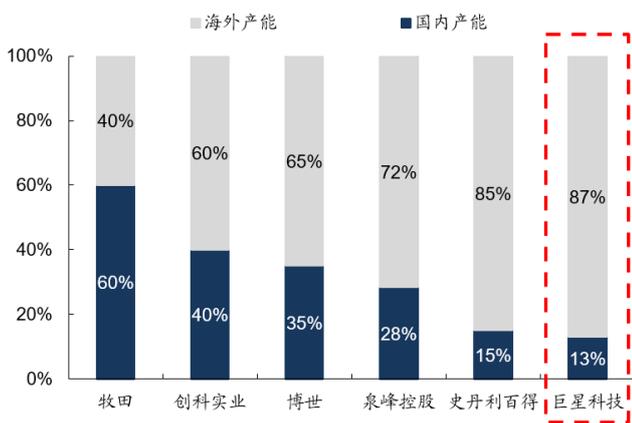


数据来源: 华经产业研究院, 未来智库, 东吴证券研究所

**工具行业主要玩家均在中国保有相当比例的产能：**截至 2025H1，牧田/创科实业/博世/泉峰控股/史丹利百得在中国的产能占各自总体产能比重分别为约 60%/40%/35%/28%/15%。在美国加征关税背景下，其对美出口成本压力较大，市场份额和盈利能力都将受到制约。与之相比，巨星科技的全球产能布局调整最为迅速，已经通过“流浪工厂”计划将大量产能转移至越南、泰国、柬埔寨等地。预计到 2025 年底，公司东南亚产能可覆盖 90% 对美出口份额。

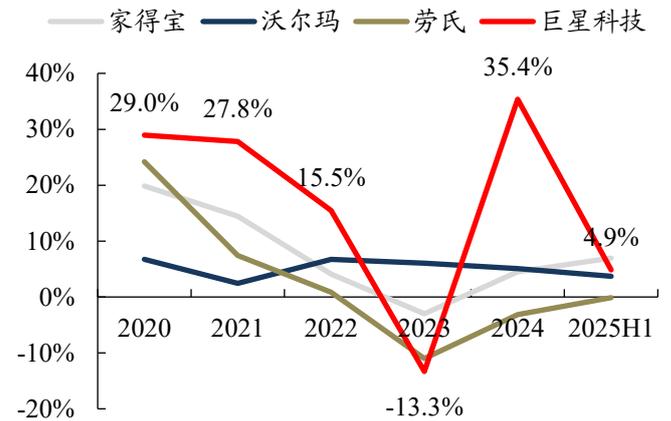
**市场份额有望进一步提升。**除 2023 年受渠道去库存影响外，2020 年以来巨星科技营收增速持续高于美国大型商超的营收增速，在下游市场份额稳步提升。公司产能布局优势能够有效规避中美贸易摩擦带来的不确定性，确保产品交付的安全性与价格上的竞争力，有助于进一步提升下游市场份额。

图34：截至 2025H1，巨星科技国内产能占比最低



数据来源：Wind, Slashgear, BuildingBenjamins, 公司公告, 东吴证券研究所

图35：除 2023 年外，巨星科技营收增速 > 美国大型商超营收增速，份额持续提升

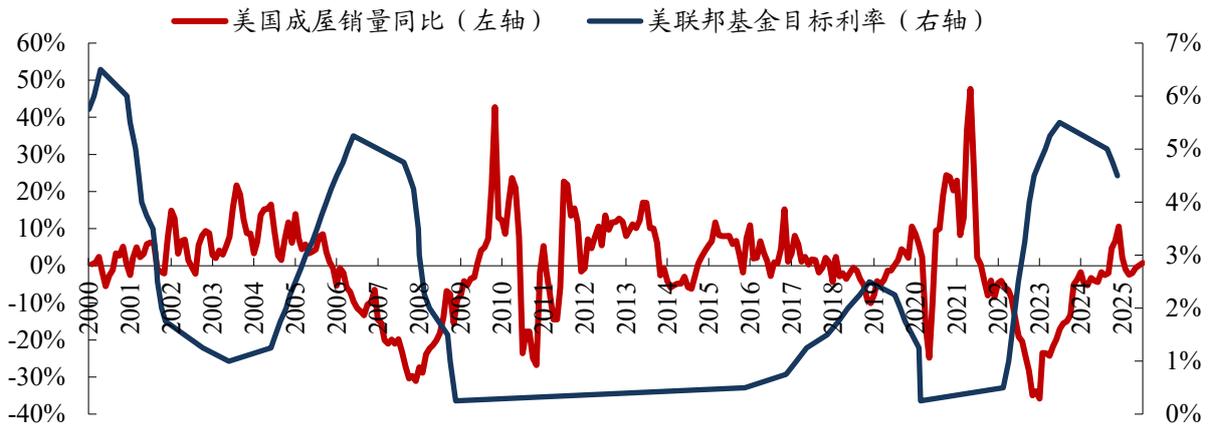


数据来源：Wind, Slashgear, BuildingBenjamins, 公司公告, 东吴证券研究所

### 2.2.1 市场驱动①：美国降息周期开启，房市销量有望触底修复

**美国成屋销量同比与美联储基金目标利率存在明显逆向关系。**历史统计表明，全球进入降息通道后，通常在 6-12 个月内房屋销量逐步企稳并出现回暖。2020 年疫情初期的超低利率环境下，美国成屋销量迅速攀升；2022 年加息周期启动后，高融资成本压制购房需求，销量同比大幅回落；2024 年北美的房屋换手率进入历史最低区间。当前美国房地产市场位于周期底部，但随着美联储再度进入降息阶段，预计未来购房成本下降将逐步释放刚性与改善性需求，成屋销量有望在未来数季逐步修复，房地产市场具备边际改善空间。

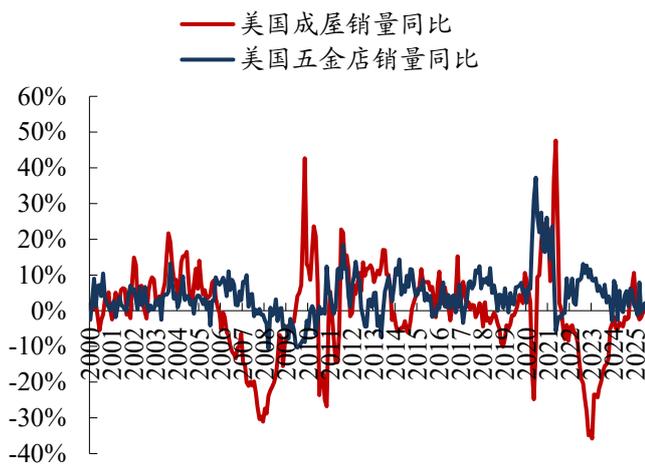
图36: 美国成屋增长率与美国联邦基金利率存在明显逆向关系



数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
注: 最新数据截至 2025 年 7 月末

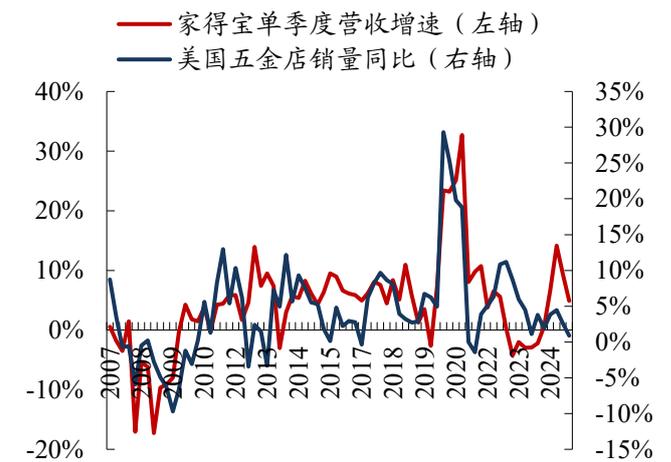
预期降息背景下, 美国房地产市场回暖对工具市场具有明显的拉动作用。当住房开工量和交易活跃度上升时, 会通过三方面传导至工具需求: (1)新建住宅与配套设施: 相较 2025 年, 2030 年美国住房开工量预计+3.2%, 推动施工环节对工具、五金的采购, 同时带动教育、医疗和商业设施建设需求; (2)装修翻新: 购房和翻新热潮直接拉动消费者的工具及家装产品购买; (3)DIY: 北美 DIY 文化盛行, 住房市场回暖刺激房主自行完成维修与改造, 放大工具需求。整体来看, 降息预期带动房地产回暖, 客户需求将在数月滞后中逐步释放, 共同推动工具市场回暖。

图37: 美国成屋销量拉动五金店销量增减



数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
注: 最新数据截至 2025 年 7 月末

图38: 家得宝营收增速与美国工具市场消费增速一致



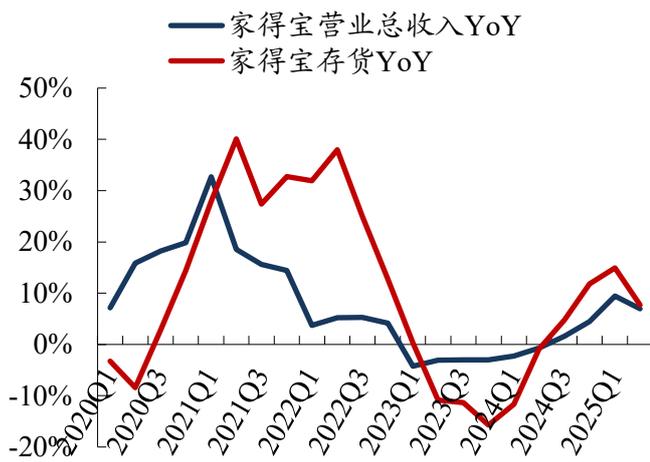
数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
注: 最新数据截至 2025H1

### 2.2.2 市场驱动②：北美补库周期开启，头部渠道商恢复增长带动工具市场回暖

北美工具市场中渠道商拥有较高话语权。2025Q2 家得宝在动力工具品类中占有近 49.3% 的销售份额，能够主导产品定价、促销与流量分配。渠道端库存策略受关税等宏观因素影响进行调整，传导至出货端呈现显著的库存周期特征：零售端进入补库阶段时，上游出货集中释放，去库阶段则明显收缩。

工具市场去库周期已彻底结束，渠道商库存逐步企稳并进入补库阶段。家得宝自 2024Q3 起营收、库存增速回暖，2025H1 营收同比+6.96%，库存同比+7.73%；劳氏营收同比增速仍为负值，但降幅已大幅收窄，两家头部渠道商走势基本一致。在高通胀后的消费降级背景下，终端需求带动订单水平同比大幅回升，市场销售动能恢复，有望迎来工具市场回暖。

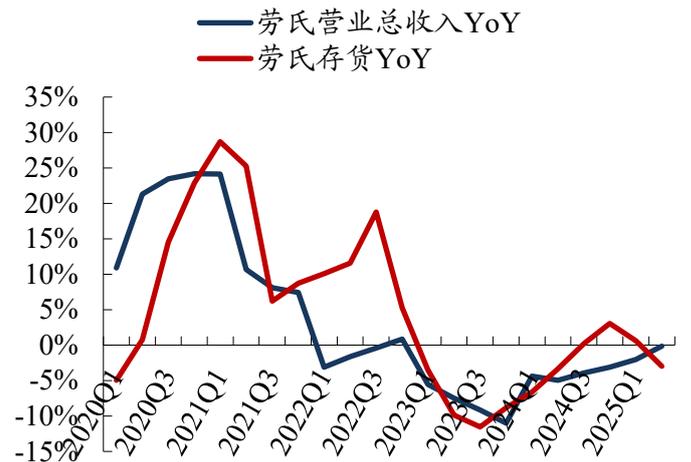
图39：家得宝营业总收入&存货同比增长率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：最新数据截至 2025H1

图40：劳氏营业总收入&存货同比增长率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：最新数据截至 2025H1

### 2.2.3 市场驱动③：美国税务抵免法案提升刺激消费，消费市场有望回暖

美国最新法案通过提高税收抵免、降低部分税负，一定程度推动消费者市场回暖，间接支撑各类市场需求回升；“对等关税”政策虽推高美国本土产品终端价格、导致工具市场需求下滑，但同时提升了产品盈利能力与市场份额。

图41：美国各类法案影响

出处	领域	生效时间	条款内容
大而美法案	州和地方税	2025-2029年	提高州和地方税扣除上限至单人\$40,000
	小费收入	2025年起	小费收入最高扣除\$25,000
	加班收入	2025年起	加班收入最高扣除\$12,500
	汽车贷款利息	2025年起	美国组装乘用车贷款利息最高扣除\$10,000
	子女抚养抵免	2025年起	提高每名符合条件的儿童税收抵免至\$2,200
	托儿税收抵免	2026年起	提高托儿税收抵免比例/抵免额至40%/\$500,000
	托儿支出账户	2025年起	提高受抚养人支出灵活支出账户的年度限额至\$7,500
	带薪家庭医疗假	2025年起	将《家庭和医疗假法案》下的带薪假期税收抵免永久化
	老年人税收抵免	2025年起	65岁及以上的纳税人可额外扣除\$6,000
	利息抵免	2025年起	提高房地产企业的利息费用扣除上限
	企业折旧加速	2025/1/19	符合条件的非住宅房地产可享受首年100%一次性折旧
“对等关税”	贸易政策与关税	2025年多次调整	提高多国产品在美销售成本，影响出口，税率最高145%
免除房屋销售资本利得税法	房屋销售	2025/7/22提出	提议取消对主要住宅销售所得的资本利得税，最高\$250,000

数据来源：美国国会网，CBS 新闻，东吴证券研究所

### 3. 以设计&创新能力为基石，供应链国际化构筑核心壁垒

#### 3.1. 核心竞争力①：以设计&创新能力为基石——及时响应客户

公司研发团队市场敏感度高、响应速度快，能够快速对接海外市场的新品需求。欧美工具行业具有极强的消费属性，消费者对产品的外观设计、使用体验及功能的更新需求旺盛，每年需要大量的新产品迭代满足消费升级与替换需求——以刀具为例，SKU 多达数百种，规格、材质、刃口角度稍有变化即衍生出新型号，这对供应商在研发和设计上的及时响应能力提出了极高要求。同时，家得宝、劳氏等大型零售商虽然重视自有品牌的培育，但相对缺乏专业的产品设计与制造团队，因此对高质量 ODM 合作伙伴形成了高度依赖。公司拥有一支资深的专业工具和非工具类消费品研发团队，凭借成熟的供应链管理能力和能够在短时间内完成新品设计、验证与量产交付（仅 2024 年便设计新产品高达 1937 项），帮助公司扩大国际零售渠道份额。

图42: 巨星科技 2024 年研发投入项目

分类维度	研发目的	相关研发产品
技术突破类	开发全新产品	高精度近距离扫描测绘激光传感探测装置, 高分辨率大成像范围的3D视觉传感器研发及产业化, 一种智能跟随技术工具车的研究与开发
	技术创新	一种伸缩刀高抗压结构的研发, 铝合金新型环保氧化技术的研发
	提高性能 (技术参数升级)	电子调焦技术应用于照明灯具, 内置OLED数码显示的测距望远镜开发
市场适配类	增加新规格	核桃木双色安装锤的研发, 砌砖刀伦敦款和费城款一系列产品的研发等
	增加实用性	万向夹齿水泵钳项目的研发(8-12寸), 2.5寸注射件活扳手等
	节约人力 (成本/效率适配市场需求)	基于机器人的立式拖板注塑工艺和设备开发, PVC刮刀刀片成型工艺的研制, 扳手平面自动抛光工艺的研发, 大功率节能LED驱动电路研究设计, 锯片磨削自动上料开发
	增加产品功能 (功能适配用户需求)	吸尘器进风口快接结构设计, 高效高安全涡轮增压吸尘器的研发, 新型防滑梅花扳手的研发, 基于霍尔传感器技术的高精度三合一数显测量仪的研发
	解决客户特定需求 (定制化适配细分市场)	一种具有一键高转速功能扫平仪的研发, 一种能放置更大三脚架并能在户外方便提携工具箱的研发

数据来源: 公司年报, 公司官网, 东吴证券研究所

### 3.2. 核心竞争力②: 品牌优势, OBM 收入占比持续提高

公司以并购为主要扩张路径。上市至今, 巨星科技已完成十余起并购, 将 TESA(高精度测量)、Geelong(存储系统)、Swiss+Tech(口袋工具)、Shop-Vac(干湿吸尘器)、BeA(工业级气动工具)等细分龙头收入囊中。每笔交易不仅带来现成的技术专利、产线设备和研发团队, 还能获取被并购方的品牌声誉、渠道网络与客户关系。由此, 巨星在近十年内把产品版图从传统手工具扩展到测量、存储、电动、气动等十余条赛道, 同时也能复用被并购企业的海外渠道, 拓展自有品牌的销售区域, 实现海外市场的快速渗透与份额提升。

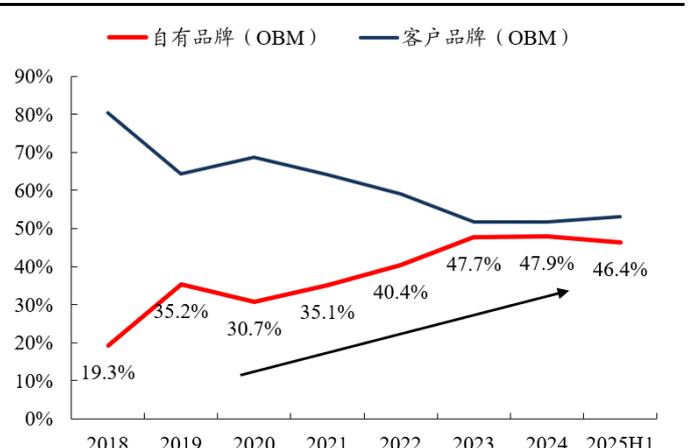
公司自有品牌占营业收入比例持续提升。公司 OBM 收入占营业收入比例由 2018 年的 19.3% 逐步提升至 2024 年的 47.9%, 毛利率由 2018 年的 29.4% 逐步提升至 2024 年的 32.0%。长期来看, 自有品牌占比提升有利于公司掌握定价权, 进一步提高毛利率。

图43: 巨星科技通过大规模并购海外品牌转型升级

时间	品牌	国家	业务
2010	Goldblatt	美国	美国百年水泥工高端品牌
2015	华达科捷	中国	次年以此为基础成立欧镭激光, 布局激光产品领域
2016	PRIM'TOOLS LIMITED	瑞士	负责生产激光扫平仪等高端激光测量产品
	Pony Jorgensen	美国	致力于生产优质的木工工具, 尤其是夹具类产品
2017	ARROW	美国	美国手动、电动射钉枪和耗材百年品牌
	PREXISO	瑞士	专业测量工具与仪器品牌
2018	LISTA	瑞士	全球工业级存储解决方案领先品牌
2019	Prime Line	美国	门窗五金配件制造商
2019	SWISS+TECH	美国	主营业务为紧凑型多用工具
2020	Shop-Vac	美国	北美干湿吸尘器领域领导品牌
2021	BeA	德国	着力于气动钉枪及紧固件产品
	SK	美国	美国百年高端手工具品牌
2023	TESA	瑞士	全球前二的微米级高精度测量工具品牌
	Scruffs	英国	欧洲领先的工作服和安全鞋品牌

数据来源: 公司年报, 公司官网, 东吴证券研究所

图44: 巨星科技自有品牌占营业收入比例持续提升

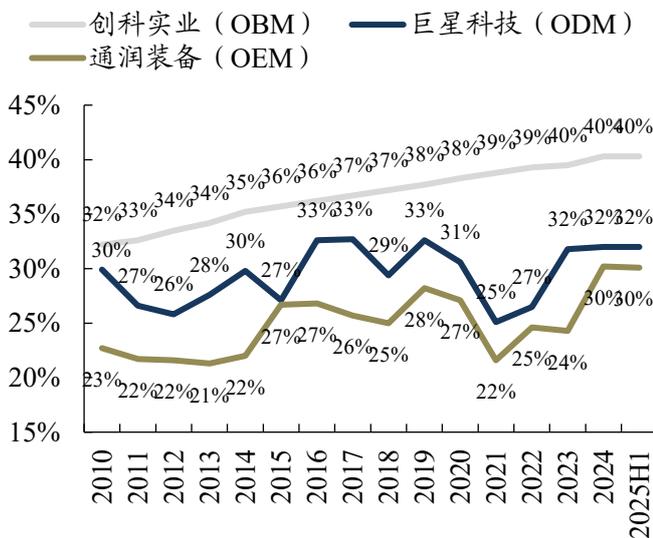


数据来源: 公司年报, 公司官网, 东吴证券研究所

长期毛利率水平来看，OBM 厂商 > ODM 厂商 > OEM 厂商。OEM（原始设备制造）、ODM（原始设计制造）与 OBM（自有品牌制造）三者的核心差异在于价值链控制深度：OEM 仅按图生产，赚取加工费；ODM 叠加设计能力，获得“设计+制造”环节价值；OBM 则进一步掌控品牌，覆盖“设计-制造-品牌”全链条。由此三者盈利能力逐级递增：工具行业中，创科实业的毛利率水平较高，其次是 ODM 模式为主的巨星科技，而以 OEM 为主的通润装备处于较低水平。随着自有品牌占比提升，巨星科技毛利率中枢有望提升，逐步向 OBM 厂商看齐。

海外工具巨头发展路径高度依赖外延并购。以创科实业为例，早期为 ODM 企业，但自 2000 年以来通过持续并购快速扩充品牌矩阵与渠道资源，先后收购了 RYOBI、MILWAUKEE、AEG、Hoover 等在全球具有高度认知度的品牌，OBM 收入占比迅速提高。借助并购，创科实业不仅迅速切入不同细分赛道，还成功打通国际零售渠道。

图45：长期毛利率水平：OBM 厂商 > ODM 厂商 > OEM 厂商



数据来源：公司年报，公司官网，东吴证券研究所

图46：创科实业通过并购转型 OBM 厂商历程

时间	品牌	国家	简介
1999	VAX	英国	英国首屈一指的地板护理品牌
2002	Homelite	美国	专注于汽油与电力驱动的户外园艺工具
2003	ROYAL	美国	被收购后专注地板护理行业
	DIRT DEVIL	美国	提供一系列地板清洁工具
2000-2004	RYOBI	美国	全球首屈一指的DIY工具品牌，提供基于模块化设计的多样电动工具
2005	MILWAUKEE	美国	北美专业电动工具市场的标杆品牌
	DREBO	美国	专注于生产电动工具配件（如钻头、锯片）
	AEG	德国	早期以电机和电气设备闻名，后拓展至电动工具领域，帮助创科突破欧洲高端市场
2007	Hoover	美国	加入创科后，与此前收购的 Royal、Dirt Devil 整合，形成全球地板护理市场的领导地位
	HART	美国	产品专注于各种锤击工具
	STILETTO	美国	专注于锤子、撬棍、水平尺等木工与建筑工具
2013	ORECK	北美/欧洲	家用清洁领域，核心产品包括吸尘器、蒸汽拖把、地板清洁机、空气净化器等
2014	Empire	美国	供应广泛的创新测绘应用产品

数据来源：公司年报，公司官网，东吴证券研究所

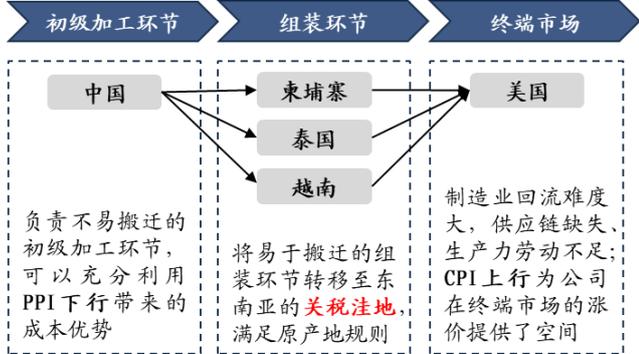
### 3.3. 核心竞争力③：供应链国际化，“流浪工厂”寻找关税洼地

通过“流浪工厂”计划寻找关税洼地，以应对国际贸易环境变化。该计划的核心是将产业链拆分为两部分：①将难以转移的初级加工环节继续保留在中国，以发挥成熟的产业配套优势；②将相对易于搬迁的组装工序环节转移至低关税地区（目前主要集中在东南亚），在满足原产地规则的前提下享受较低关税。长期看，公司战略目标是逐步实现“国内制造核心零部件，海外完成最终组装”的全球化生产模式。

核心壁垒在于跨国供应链的精细化管理能力。“流浪工厂”计划涉及到复杂的转移定价安排，需要同时满足中国出口退税、东南亚国家的进出口合规以及美国海关的原产

地认证等多重监管要求，对企业的合规体系与文件处理能力提出极高要求。这种跨区域、多环节的综合运营能力，需要公司有足够的规模和体量支撑。公司凭借规模优势，构筑国际化竞争中的差异化壁垒，使该模式较难复制。

图47：巨星科技流浪工厂计划示意图



数据来源：公司年报，公司官网，东吴证券研究所

图48：巨星科技全球化生产制造基地



数据来源：公司年报，公司官网，东吴证券研究所

**东南亚工厂产能规划有序。**截至2025H1，公司东南亚基地（越南、泰国、柬埔寨）已基本形成规模化产能，对美出口份额覆盖率达到80%。随着柬埔寨工厂产能逐步释放及越南四期、泰国五期工厂加速建设，**预计到2025年底覆盖率将提升至90%。展望2026年，随着东南亚工厂全面达产，公司对美出口份额预计将100%由东南亚覆盖。**

**美国对东南亚关税政策落地，利空出清。**截至2025年8月，美国对越南、泰国、柬埔寨的出口关税政策落地，分别为20%/19%/19%，但若商品被美国认定为“通过第三国转运以规避产地规则”，则适用更高的40%罚款税率。目前，以越南为代表的东南亚地区已成为全球制造业转移的重要承接地。除了中国企业外，大量欧美以及日韩企业均在越南进行大规模投资，涵盖电子、机械、纺织、家电等多个产业。因此，美国针对越南等国的关税政策调整主要目的是针对转运手段，而非破坏本国企业在越南的投资安全与利益。巨星科技通过在东南亚建设工厂，可以有效避免被认定为“通过第三国转运以规避产地规则”。

图49：巨星科技东南亚生产基地投产进度

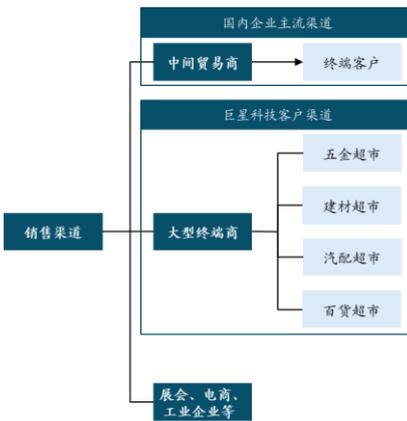
地区	出口美国税率	目标产值	建设进度
越南	20%	10亿美元	公司在越南的产能布局已形成规模。一、二、三期工厂已建成投产，该工厂为高度整合的智能化现代工厂，与国内工厂的WMS、EMS系统打通，能够保证全球化调度生产；四期工厂已启动建设，预计2026年中竣工验收，于下半年投产。
泰国	19%	10亿美元	泰国基地一、二期为自有土地与厂房，三、四期为租赁用地。目前一至四期合计可实现约4亿美元产值，但实际订单需求已超过现有产能。公司计划在泰国大规模扩建厂房，预计至少建设至五期，全面投产后整体产能有望达10亿美元。
柬埔寨	19%	2亿美元	目前公司在柬埔寨已完成一期、二期投资，预计对应产值约2亿美元。

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

### 3.4. 核心竞争力④：海外资源赋能渠道，直达欧美终端客户

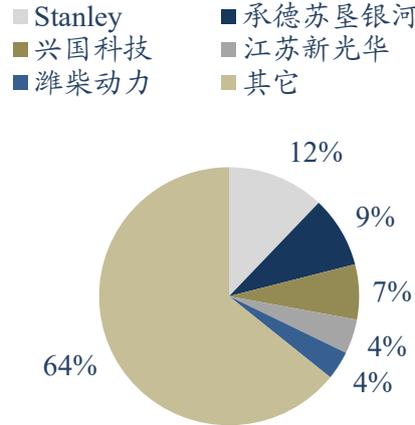
**精准把握海外渠道，构建全球销售网络。**巨星科技创始人仇建平是改革开放后首批硕士，在浙江省机械外贸进出口公司积累大量欧美工具品牌客户资源，并以美国大客户的借款作为创业启动资金。自创立起，巨星聚焦海外市场，突破传统依赖代理商和贸易商的模式，与欧美大型终端客户直接建立合作，显著减少中间环节，扩大企业利润空间、提升市场响应速度、增强客户战略黏性，逐步形成覆盖全球的高效销售网络。

图50：巨星科技突破传统渠道



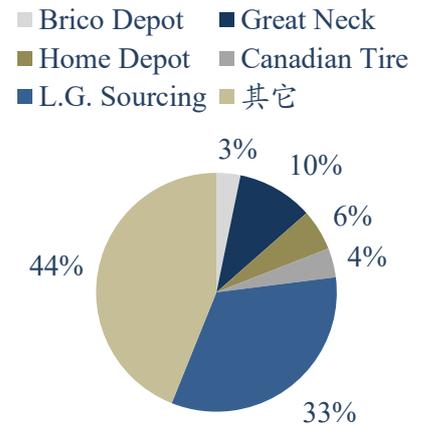
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图51：江苏宏宝 2011 年客户分布



数据来源：Wind，东吴证券研究所

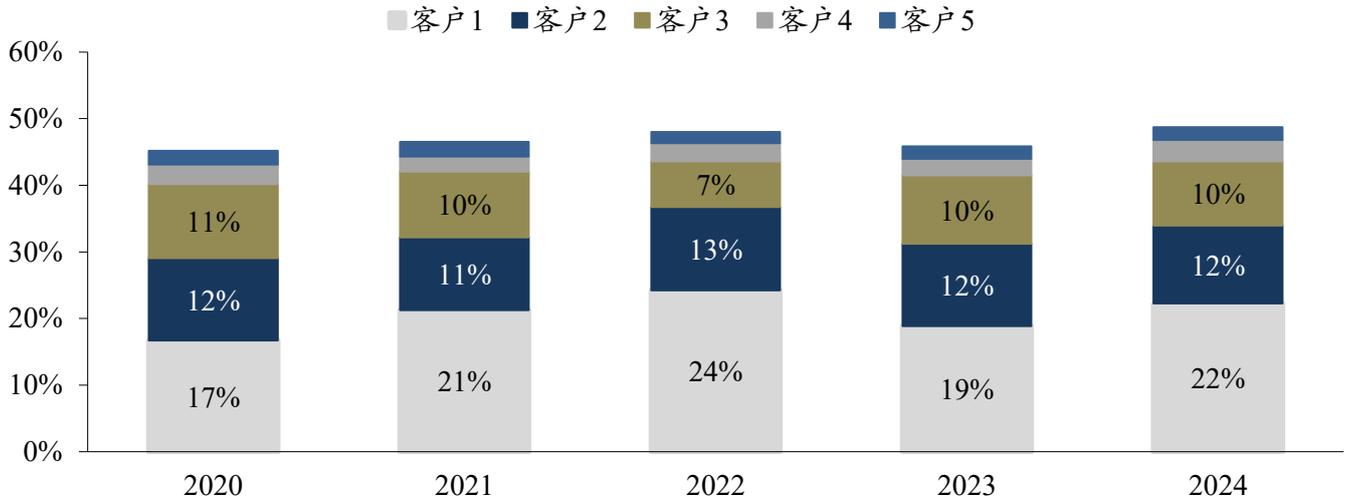
图52：巨星科技 2011 年客户分布



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**产品研发快速响应市场，渠道网络助力新品持续拓展。**巨星科技产品质量高，研发设计能力能够快速响应客户需求。公司凭借强大研发实力和多样化产品结构，为大型客户量身定制全系列产品，成功进入家得宝、沃尔玛、劳氏、翠丰集团等大型终端客户渠道，并在 20000+ 连锁超市销售产品。同时，公司通过直营跨境电商、收购欧美分销渠道及建立亚太经销网络三大举措，不断提升 DTC 业务占比，直接触达终端零售用户并获取即时反馈，为研发创新提供第一手依据。依托产品品质与渠道网络的双轮驱动，巨星在低壁垒行业中实现稳健、可持续的领先发展。

图53: 2020-2024 巨星科技前五大客户占营收比接近 50%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测与投资建议

##### 核心假设:

(1) **手工具:** 手工具贡献公司主要营业收入, 2025H1 在关税冲击下收入 46.2 亿元, 同比增长 1.6%, 展现出较强韧性。我们预计该业务 2025-2027 年收入为 103/115/124 亿元, 同比+2%/+12%/+8%, 预计毛利率分别为 31%/31.5%/32%。

(2) **电动工具:** 2021 年公司将电动工具列入战略发展业务以来, 电动工具业务收入占比从 2020 年 2% 提升至 2025H1 的 11%。2025 年公司电动工具产能已实现中国与越南双基地交付, 产能得到明显补充。未来随着电动工具产能持续扩张, 公司电动工具收入规模&盈利能力均有较大提升空间。我们预计该业务 2025-2027 年收入 23/35/50 亿元, 同比+60%/+50%/+45%, 预计毛利率为 29%/30%/31%。

(3) **工业工具:** 我们预计该业务 2025-2027 年收入 34/37/41 亿元, 同比+5%/+10%/+10%, 预计毛利率为 35%/35%/35%。

(4) **其他业务:** 我们预计该业务 2025-2027 年收入 0.6/0.7/0.7 亿元, 同比+5%/+5%/+5%, 预计毛利率为 30%/30%/30%。

图54: 盈利预测 (单位: 百万元)

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
	<b>营业收入合计</b>	<b>10,930</b>	<b>14,795</b>	<b>16,024</b>	<b>18,749</b>	<b>21,598</b>
	YOY	-13.32%	35.37%	8.30%	17.01%	15.20%
	<b>毛利率</b>	<b>31.80%</b>	<b>32.01%</b>	<b>31.71%</b>	<b>32.06%</b>	<b>32.46%</b>
手工具	营业收入	7,169	10,069	10,270	11,503	12,423
	YOY	/	40.5%	2.0%	12.0%	8.0%
	毛利率	31.97%	32.09%	31.00%	31.50%	32.00%
	占比	65.59%	68.05%	64.09%	61.35%	57.52%
电动工具	营业收入	1,053	1,438	2,301	3,451	5,004
	YOY	/	36.5%	60%	50%	45%
	毛利率	20.00%	23.83%	29.00%	30.00%	31.00%
	占比	9.64%	9.72%	14.36%	18.41%	23.17%
工业工具	营业收入	2,644	3,229	3,390	3,729	4,102
	YOY	/	22.1%	5.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	22.12%	35.57%	35.00%	35.00%	35.00%
	占比	24.19%	21.82%	21.16%	19.89%	18.99%
其他业务收入	营业收入	65	60	63	66	69
	YOY	/	-7.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
	占比	0.90%	0.60%	0.61%	0.57%	0.56%

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所预测

**供应链国际化构筑核心壁垒, 电动工具业务快速成长。**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 25/30/36 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 16/14/11 倍。公司是中国手工具出海龙头企业, 业务涵盖手工具、电动工具及工业工具等领域。公司成功从 OEM 模式转型为 OBM (自有品牌制造) 模式, 2024 年 OBM 收入占比已提升至 48%, 业绩增长稳健, 盈利能力持续提升。2025H1 公司收入增速放缓主要系关税冲击, 我们判断公司全球“流浪工厂”计划有望显著提高供应链优势, 随着海外产能爬坡以及电动工具业务快速放量, 收入端有望重回快速增长区间。可比公司创科实业、泉峰控股为电动工具龙头, 格力博、大叶股份聚焦园林工具, 整体业务模式与巨星科技具有可比性, 公司估值水平相较于可比公司较低。基于欧美地区下游需求回暖以及公司电动工具业务具备高成长性, 首次覆盖给予“买入”评级。

图55: 可比公司估值表

2025/9/17		货币	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE			
代码	公司				2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
0669.HK	创科实业	CNY	104.30	1,746	81	91	105	122	216	19	17	14
2285.HK	泉峰控股	CNY	23.72	111	8	10	12	14	14	11	9	8
301260.SZ	格力博	CNY	22.22	107	1	3	4	5	122	36	26	20
300879.SZ	大叶股份	CNY	39.52	80	0	3	4	5	496	28	20	16
平均									212	23	18	15
002444.SZ	巨星科技	CNY	34.37	411	23	25	30	36	18	16	14	11

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 创科实业、泉峰控股为电动工具龙头, 格力博、大叶股份聚焦园林工具, 整体业务模式与巨星科技具有可比性。可比公司归母净利润预测来自 Wind 一致预期。

## 5. 风险提示

**(1) 下游需求恢复不及预期:** 当前工具行业的需求与美国房地市场景气度高度相关。若未来降息节奏放缓、美国房地产复苏不及预期, 将可能导致工具需求恢复低于预期, 从而影响公司收入增长。

**(2) 国际贸易风险:** 公司通过在全球布局产能应对中美贸易摩擦带来的关税冲击。若美国进一步提高关税水平, 或对东南亚产能提出更严格的原产地溯源要求, 或将影响公司对美出口业务。

**(3) 行业竞争加剧:** 电动工具作为公司第二成长曲线, 行业集中度较高, 史丹利百得、创科实业、牧田等国际龙头竞争优势明显。若公司新品推广或技术突破不及预期, 可能面临较大竞争压力。

**(4) 汇率及原材料价格波动风险:** 公司 90% 以上收入来自海外市场, 汇率波动将直接影响公司利润端表现。同时, 公司手工具、电动工具核心原材料包括钢材、塑料、锂电池等, 若原材料价格短期大幅上涨, 将对毛利率构成压力。

## 巨星科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>13,491</b>	<b>14,074</b>	<b>17,119</b>	<b>20,805</b>	<b>营业总收入</b>	<b>14,795</b>	<b>16,024</b>	<b>18,749</b>	<b>21,598</b>
货币资金及交易性金融资产	6,858	7,222	9,104	11,562	营业成本(含金融类)	10,059	10,942	12,739	14,587
经营性应收款项	3,337	3,366	3,953	4,577	税金及附加	53	61	71	82
存货	3,005	3,189	3,725	4,290	销售费用	975	1,122	1,312	1,512
合同资产	0	0	0	0	管理费用	918	1,026	1,200	1,382
其他流动资产	291	297	336	376	研发费用	366	401	469	540
<b>非流动资产</b>	<b>9,613</b>	<b>10,271</b>	<b>10,864</b>	<b>11,423</b>	财务费用	(131)	(50)	(105)	(154)
长期股权投资	3,486	3,786	4,086	4,386	加:其他收益	32	277	56	65
固定资产及使用权资产	2,242	2,421	2,489	2,487	投资净收益	521	401	469	540
在建工程	231	184	211	274	公允价值变动	(10)	0	0	0
无形资产	1,010	1,110	1,210	1,310	减值损失	(322)	(305)	(24)	(1)
商誉	2,355	2,455	2,555	2,655	资产处置收益	0	69	0	0
长期待摊费用	28	30	32	34	<b>营业利润</b>	<b>2,776</b>	<b>2,965</b>	<b>3,564</b>	<b>4,253</b>
其他非流动资产	263	287	282	277	营业外净收支	(9)	(8)	(8)	(8)
<b>资产总计</b>	<b>23,105</b>	<b>24,345</b>	<b>27,983</b>	<b>32,228</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,767</b>	<b>2,957</b>	<b>3,556</b>	<b>4,245</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,102</b>	<b>4,557</b>	<b>5,126</b>	<b>5,710</b>	减:所得税	402	414	498	594
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,319	1,716	1,816	1,916	<b>净利润</b>	<b>2,366</b>	<b>2,543</b>	<b>3,058</b>	<b>3,651</b>
经营性应付款项	1,869	2,000	2,328	2,666	减:少数股东损益	62	38	46	55
合同负债	106	160	187	216	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,304</b>	<b>2,505</b>	<b>3,013</b>	<b>3,596</b>
其他流动负债	808	680	794	912	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.93	2.10	2.52	3.01
非流动负债	417	417	427	437	EBIT	2,373	2,906	3,451	4,090
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	2,796	3,378	3,959	4,633
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	32.01	31.71	32.06	32.46
租赁负债	274	284	294	304	归母净利率(%)	15.57	15.63	16.07	16.65
其他非流动负债	142	133	133	133	收入增长率(%)	35.37	8.30	17.01	15.20
<b>负债合计</b>	<b>6,519</b>	<b>4,974</b>	<b>5,553</b>	<b>6,148</b>	归母净利润增长率(%)	36.18	8.73	20.27	19.36
归属母公司股东权益	16,403	19,150	22,163	25,759					
少数股东权益	183	221	267	322					
<b>所有者权益合计</b>	<b>16,586</b>	<b>19,371</b>	<b>22,430</b>	<b>26,080</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>23,105</b>	<b>24,345</b>	<b>27,983</b>	<b>32,228</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,740	2,551	2,524	3,034	每股净资产(元)	13.73	16.03	18.55	21.56
投资活动现金流	(578)	(714)	(671)	(600)	最新发行在外股份(百万股)	1,194	1,194	1,194	1,194
筹资活动现金流	358	(1,604)	0	(7)	ROIC(%)	10.80	12.03	12.93	13.31
现金净增加额	1,581	334	1,853	2,428	ROE-摊薄(%)	14.04	13.08	13.59	13.96
折旧和摊销	423	471	508	543	资产负债率(%)	28.22	20.43	19.85	19.08
资本开支	(472)	(739)	(808)	(808)	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.82	16.39	13.63	11.42
营运资本变动	(816)	(466)	(716)	(745)	P/B(现价)	2.50	2.14	1.85	1.59

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 东吴证券投资评级标准

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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>