

# 并购资源整合初见成效，成本压力日趋缓解

■ 证券研究报告

## 投资评级：增持（维持）

**基本数据** 2022-08-26

收盘价（元）	23.90
流通股本（亿股）	10.97
每股净资产（元）	9.95
总股本（亿股）	11.43

## 最近 12 月市场表现



### 分析师 于健

 SAC 证书编号：S0160522060001  
 yujian@ctsec.com

### 分析师 刘洋

 SAC 证书编号：S0160521120001  
 liuyang01@ctsec.com

### 分析师 李跃博

 SAC 证书编号：S0160521120003  
 liyb@ctsec.com

## 相关报告

- 《持续注入新动力，品牌+品类扩展驱动长期成长》 2022-07-14
- 《国内手工具龙头，智能装备业务值得期待》 2018-11-26

## 核心观点

▶ **事件：**公司发布中报，22H1 实现营收 62.34 亿元（+40.1%），归母净利润 6.4 亿元（-11.9%），扣非归母净利润 6.24 亿元（+7.5%）；单 Q2 营收 33.6 亿元（+36%），归母净利润 4.59 亿元（-2.7%），扣非归母 4.3 亿元（+21.7%）。

▶ **营收：**内生+外延双驱动，手工具主业品牌力深化，新品类拓展增速亮眼。公司 22H1 营收增量为 17.8 亿元，增长率 40.1%，其中：

- **21 年中新并购品牌 BeA 与 Geelong 增速稳健，全球“品牌+渠道”资源整合能力得证。**根据公司公告数据，我们测算在 BeA 和 Geelong 22H1 增速 10%-30% 假设下，并表带来增量 9.3-11.0 亿元，对应贡献增长 20.1%-24.6%；内生增量为 6.9-8.6 亿元，对应贡献增长为 15.5%-19.3%。

- **品类：**手工具与箱柜稳健增长，订单驱动下动力工具新品类增长显著。手工具及箱柜收入 48.6 亿（+25.8%），毛利率 24.5%（-5.0pct）；动力及激光工具收入 13.5 亿（+145.8%），毛利率 24.1%（-3.2pct）；主要系公司 12 伏特电动工具获大型 KA 订单。

- **地区：**北美市场高景气仍在，欧洲市场迎来高增。美洲+24.1%，毛利率 22.8%，环比+0.6pct；欧洲+66.5%，毛利率 30.5%，环比+7.3pct，主要系欧洲渠道分散，公司更具话语权，提价速度占优。

- **模式：**跨境电商维持高增，自有品牌占比再创新高。分品牌看：OBM 24.70 亿（+52.8%），占比 39.6%（+3.3pct）；ODM 37.43 亿（+33.1%），占比 60.1%（-3.2pct）。

▶ **盈利能力：**22H1 扣非归母净利率为 10.0%，其中 Q2 为 12.9%，环比 +6.2pct，盈利能力环比改善趋势显现。1) **成本端优化及自主品牌占比提升，毛利率环比改善：**22H1 毛利率为 24.6%，其中 Q2 为 26.0%，环比 +3.0pct；2) **公司规模效应发挥，费用持续摊薄：**22H1 费用率 13.0%，同比 -3.3pct，其中 Q2 为 10.6%，环比 -5.2pct。

▶ **投资建议：**1) 公司以并购为路径，纵向品牌化+横向拓品类，成长动力充足，随海外需求改善&并购后协同效应逐步释放，营收有望持续稳定增长；2) 外部人民币汇率、运费及原材料等因素下行趋势确定，利润改善有望延续。基于此，我们预计公司 22-24 年营收分别为 137.7/163.1/193.4 亿元，同增 26.1%/18.4%/18.6%；归母净利润 13.9/17.1/21.0 亿元，同增 9.6%/22.5%/23.4%；对应 PE 为 20X/16X/13X，给予“增持”评级。

▶ **风险提示：**新品类销售不及预期；成本改善不及预期；行业竞争加剧。

**盈利预测:**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	8544	10920	13774	16306	19338
收入增长率 (%)	28.96	27.80	26.14	18.38	18.60
归母净利润 (百万元)	1350	1270	1392	1706	2104
净利润增长率 (%)	50.85	-5.93	9.64	22.49	23.37
EPS (元/股)	1.27	1.13	1.22	1.49	1.84
PE	24.50	27.00	19.63	16.02	12.99
ROE (%)	15.30	11.98	12.00	12.82	13.65
PB	3.79	3.29	2.36	2.05	1.77

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所 (对应 8 月 26 日收盘价)

**附录：**
**表 1. 内生&外生增长贡献拆分计算表（百万元）**

	21H1	22H1		
报表端营收	4449.85		6234.20	
<b>并购业务增速假设</b>		<b>10%</b>	<b>20%</b>	<b>30%</b>
22H1 并表口径 BeA 1-5 月 & Geelong H1	(842.56) *	926.82	1011.07	1095.33
21H1 原口径 BeA 单 6 月	103.82	114.20	124.58	134.97
<b>剔除并购</b>	<b>4346.03</b>	<b>5193.18</b>	<b>5098.54</b>	<b>5003.91</b>
内生增长	--	857.53	773.28	689.02
内生增长贡献	--	<b>19.27%</b>	<b>17.38%</b>	<b>15.48%</b>
并表增长	--	926.82	1011.07	1095.33
并表增长贡献	--	<b>20.83%</b>	<b>22.72%</b>	<b>24.61%</b>

数据来源：公司公告，财通证券研究所（\*括号内表示估算的未并表收入）

**表 2. 主要营收&毛利率拆分（百万元）**

	分品类		分地区		分模式			
	21H1	22H1	21H1	22H1	21H1	22H1		
手工具及存储箱柜	<b>3,863.41</b>	<b>4,859.97</b>	欧洲	<b>1,106.85</b>	<b>1,843.26</b>	OBM	<b>1,617.00</b>	<b>2,470.40</b>
yoy	46.94%	25.79%	yoy	40.54%	66.53%	yoy	19.75%	52.78%
毛利率	29.45%	24.48%	毛利率	31.53%	30.47%	毛利率	30.02%	30.02%
动力工具及激光工具	<b>550.80</b>	<b>1,353.80</b>	美洲	<b>2,947.79</b>	<b>3,659.50</b>	ODM	<b>2,812.78</b>	<b>3,743.37</b>
yoy	91.02%	145.79%	yoy	11.32%	24.14%	yoy	14.89%	33.08%
毛利率	27.30%	24.10%	毛利率	28.81%	22.75%	毛利率	28.71%	20.68%

数据来源：公司年报，财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

利润表						财务指标					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>8544</b>	<b>10920</b>	<b>13774</b>	<b>16306</b>	<b>19338</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	5927	8176	10420	12204	14324	营业收入增长率	29%	28%	26%	18%	19%
营业税费	27	36	48	57	68	营业利润增长率	45%	-9%	10%	23%	24%
销售费用	458	593	802	953	1123	净利润增长率	51%	-6%	10%	22%	23%
管理费用	501	686	839	1016	1230	EBITDA 增长率	42%	-9%	23%	24%	23%
研发费用	245	310	388	440	511	EBIT 增长率	48%	-19%	22%	28%	27%
财务费用	114	65	117	103	96	NOPLAT 增长率	49%	-18%	21%	28%	27%
资产减值损失	-93	-23	-131	-251	-371	投资资本增长率	24%	21%	8%	12%	13%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>32</b>	<b>-24</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	净资产增长率	19%	20%	9%	15%	16%
投资和汇兑收益	297	370	413	489	580	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>1512</b>	<b>1378</b>	<b>1511</b>	<b>1853</b>	<b>2293</b>	毛利率	31%	25%	24%	25%	26%
加:营业外净收支	52	81	95	115	135	营业利润率	18%	13%	11%	11%	12%
<b>利润总额</b>	<b>1564</b>	<b>1459</b>	<b>1606</b>	<b>1968</b>	<b>2428</b>	净利润率	16%	12%	10%	11%	11%
减:所得税	200	161	193	236	291	EBITDA/营业收入	18%	13%	13%	13%	14%
<b>净利润</b>	<b>1350</b>	<b>1270</b>	<b>1392</b>	<b>1706</b>	<b>2104</b>	EBIT/营业收入	16%	10%	10%	11%	11%
<b>资产负债表</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	3751	4034	5494	6531	8996	固定资产周转天数	58	50	40	33	27
交易性金融资产	64	14	11	8	5	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>64</b>	<b>78</b>	<b>49</b>	<b>59</b>	<b>49</b>
应收帐款	1260	1798	2028	2411	2746	流动资产周转天数	305	321	291	294	310
应收票据	12	7	16	11	21	应收帐款周转天数	50	50	50	49	48
预付帐款	80	78	104	122	0	存货周转天数	78	93	90	80	85
存货	1386	2836	2374	3050	3714	总资产周转天数	523	511	473	441	421
其他流动资产	147	194	214	234	254	投资资本周转天数	505	477	409	388	370
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	15%	12%	12%	13%	14%
长期股权投资	2208	2354	2424	2474	2504	ROA	10%	7%	7%	8%	9%
投资性房地产	0	127	127	127	127	ROIC	10%	7%	8%	9%	10%
固定资产	1348	1495	1516	1495	1434	<b>费用率</b>					
在建工程	166	114	80	56	39	销售费用率	5%	5%	6%	6%	6%
无形资产	608	671	751	831	911	管理费用率	6%	6%	6%	6%	6%
其他非流动资产	39	104	104	104	104	财务费用率	1%	1%	1%	1%	0%
<b>资产总额</b>	<b>13678</b>	<b>17307</b>	<b>18876</b>	<b>21067</b>	<b>24203</b>	三费/营业收入	13%	12%	13%	13%	13%
短期债务	1015	1807	1907	2007	2107	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	1168	1640	2122	2285	2888	资产负债率	34%	38%	37%	36%	35%
应付票据	25	52	122	217	420	负债权益比	51%	60%	59%	55%	54%
其他流动负债	0	3	2	1	0	流动比率	2.45	1.90	1.97	2.20	2.36
长期借款	510	1015	1015	1015	1015	速动比率	1.90	1.29	1.49	1.63	1.79
其他非流动负债	0	0	0	0	0	利息保障倍数	19.57	18.46	7.58	9.25	11.25
<b>负债总额</b>	<b>4640</b>	<b>6494</b>	<b>7038</b>	<b>7497</b>	<b>8497</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>211</b>	<b>214</b>	<b>236</b>	<b>262</b>	<b>294</b>	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1075	1143	1129	1129	1129	分红比率					
留存收益	5677	6947	8389	10095	12199	股息收益率	0%	0%	0%	0%	0%
<b>股东权益</b>	<b>9037</b>	<b>10813</b>	<b>11837</b>	<b>13569</b>	<b>15705</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	EPS(元)	1.27	1.13	1.22	1.49	1.84
净利润	1350	1270	1392	1706	2104	BVPS(元)	8.21	9.27	10.15	11.64	13.48
加:折旧和摊销	181	302	382	424	466	PE(X)	24.50	27.00	19.63	16.02	12.99
资产减值准备	122	67	131	251	371	PB(X)	3.79	3.29	2.36	2.05	1.77
公允价值变动损失	-32	24	0	0	0	P/FCF					
财务费用	166	112	178	186	194	P/S	3.91	3.19	1.96	1.65	1.39
投资收益	-297	-370	-413	-489	-580	EV/EBITDA	20.98	24.43	14.72	11.46	8.40
少数股东损益	14	27	21	26	32	CAGR(%)					
营运资金的变动	-748	-1398	491	-803	58	PEG	0.48	—	2.03	0.71	0.56
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>771</b>	<b>19</b>	<b>2087</b>	<b>1185</b>	<b>2510</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-399</b>	<b>-1213</b>	<b>-198</b>	<b>-102</b>	<b>9</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>1159</b>	<b>1531</b>	<b>-478</b>	<b>-46</b>	<b>-54</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### 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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

### 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。