

# 手工具“丹纳赫”，储能赛道高增望超预期

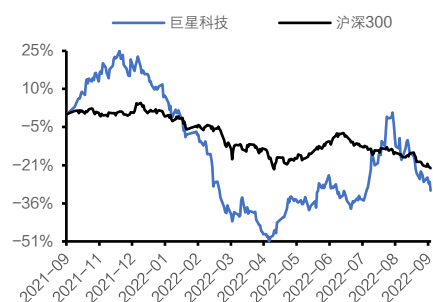
证券研究报告

## 投资评级：增持(维持)

**基本数据** 2022-09-30

收盘价(元)	19.00
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 李跃博

 SAC 证书编号: S0160521120003  
 liyb@ctsec.com

## 相关报告

- 《并购资源整合初见成效，成本压力日趋缓解》 2022-08-28
- 《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

## 投资要点

► **超预期：全球手工具龙头，传统业务成本持续优化，储能业务拓展望超预期！**

**驱动：（1）行业：需求驱动，储能业务高成长。**渗透率提升带来便携储能增量空间,2021年其户外场景渗透率仅2.3%,市场规模持续高增,同比+161%;户储单台安装成本下降至万美元以下、叠加能源价格高涨,投资性价比凸显,催化海外消费动能,当前渗透率预计仅1.6%;**（2）公司：强大的全球资源配置与并购管理能力，使其拥有稀缺“线下渠道+供应链”资源，具备储能赛道拓展潜力；（3）外部环境：7月份起海运运费、人民币汇率及原材料价格均进入同比改善区间，公司盈利能力有望大幅修复。**

**机制：便携储能发展到“线下渠道&高功率产品”阶段，户用赛道供不应求、全流程供应链搭建为入局难点。公司作为全球产业链整合者，在上游拥有完整的供应链，下游拥有稳定KA合作关系与本土化销售团队，“人、货、场”资源齐备，有望实现市占率突破。催化剂：下游渠道订单+上游产能落地。**

► **有别于市场认知：非传统制造、非产品公司，我们认为巨星的本质是工具行业的“丹纳赫”，即“管理赋能型”平台公司，具备新赛道拓展能力及更强业绩韧性。**公司2010年以来围绕家居建材消费场景，陆续收购十余个品牌。公司购后保留品牌经营完整性，并通过“品牌渠道复用&优质供应链赋能”，实现“欧美本土服务+亚洲产业链+中国管理研发”为一体，持续提升市占率及盈利能力。**供给端：以中国供应链为核心的全球20处生产基地，保障稳定产能与较低成本；销售端：得益于品类相近和消费群体的高度重叠，因地制宜利用品牌本土资源，快速拓宽品牌销售边界。**

► **盈利预测与估值：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&利润弹性逐步释放，公司业绩有望持续增长。**我们预计公司2022-2024年营收分别为141.03/171.91/208.41亿元，同比增长29.2%/21.9%/21.2%；归母净利润分别为14.5/17.4/22.7亿元，同比增长14.5%/19.4%/30.9%；EPS分别为1.27/1.52/1.99元；当前市值对应市盈率分别为15X/13X/10X。按照我们对于公司品牌及品类扩展的预期、公司在海外渠道端的壁垒，叠加中国企业的供应链红利，给予“增持”评级。

► **风险提示：并购整合效果不及预期；新拓展行业竞争加剧；国际局势波动加剧。**

## 盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	8544	10920	14103	17191	20841
收入增长率(%)	28.96	27.80	29.15	21.90	21.23
归母净利润(百万元)	1350	1270	1454	1735	2272
净利润增长率(%)	50.85	-5.93	14.46	19.39	30.90
EPS(元/股)	1.27	1.13	1.27	1.52	1.99
PE	24.50	27.00	14.95	12.52	9.56
ROE(%)	15.30	11.98	12.06	12.59	14.15
PB	3.79	3.29	1.80	1.58	1.35

数据来源：wind 数据，财通证券研究所（股价对应 2022/9/30 收盘价）

## 内容目录

1. 巨星科技：具有全球化视野的手工具行业龙头.....	5
1.1. 发展历程：收购主线清晰，从制造商向品牌商迈进.....	5
1.2. 公司治理：股权结构集中稳定，核心团队长期合作.....	6
2. 核心能力：并购方法论成熟，开启全球化资源配置.....	7
2.1. 品牌+渠道资源复用，快速强化终端销售.....	9
2.2. 坚持创新驱动，本土化研发整合初有成效.....	11
2.3. 优质供应链赋能，提升品牌盈利能力.....	12
3. 工具业务：全球产业链整合者，品牌化转型加速.....	13
3.1. 行业增速稳定，并购战略优势凸显.....	13
3.1.1. 制造端：市场格局分散，规模效应显著.....	15
3.1.2. 消费端：品牌&渠道壁垒深厚，布局成本较高.....	15
3.2. 品牌化转型加速，价值链地位持续提升.....	17
4. 储能业务：需求端驱动高增长，公司新品类望超预期.....	19
4.1. 便携储能：低渗透率带来增量空间，线下渠道破局在望.....	19
4.2. 家用储能：多因素催化需求爆发，强供应链为竞争关键.....	21
5. 财务分析：内生外延推动营收高增，盈利能力修复在望.....	24
5.1. 盈利能力：长期稳中有升，短期外部影响有望见底.....	24
5.2. 营运能力：供应链紧张致使存货提升，应收账款周转加速.....	25
6. 盈利预测与估值.....	26
6.1. 盈利预测：手工具主业品牌力深化，新品类拓展增速亮眼.....	26
6.2. 估值：市盈率低于可比公司.....	27
7. 风险提示.....	28

## 图表目录

图 1. 巨星科技产品种类丰富.....	5
图 2. 巨星 OBM 业务占比持续提升（%）.....	5
图 3. 2021 年营收 96%分布在欧美地区（亿元）.....	5
图 4. 公司 2010 年起开启全球并购发展路线.....	6
图 5. 巨星科技股权结构稳定，并购管理架构清晰.....	6
图 6. 公司投资部为总裁直属部门，业务管理办公室负责协调购后协同.....	8
图 7. 2019 年非手工具营收贡献比首次超过 50%.....	9
图 8. 15-19 年非手工具对毛利增长贡献快速提升.....	9
图 9. 巨星通过品牌收购，快速获得全球渠道资源.....	10
图 10. 2020 年公司全球入驻渠道布局情况.....	10
图 11. Prime-Line 在北美建有完整仓储系统.....	11
图 12. Shop-Vac 仓储物流体系完善.....	11
图 13. 公司研发费用占比持续提升（%）.....	11
图 14. 公司年均推出新品数量持续提升（件）.....	11
图 15. 公司产品开发模式.....	12
图 16. 研发基地覆盖中国、美国与欧洲.....	12
图 17. Arrow 在 2017 年被收购后业绩有所提升.....	12

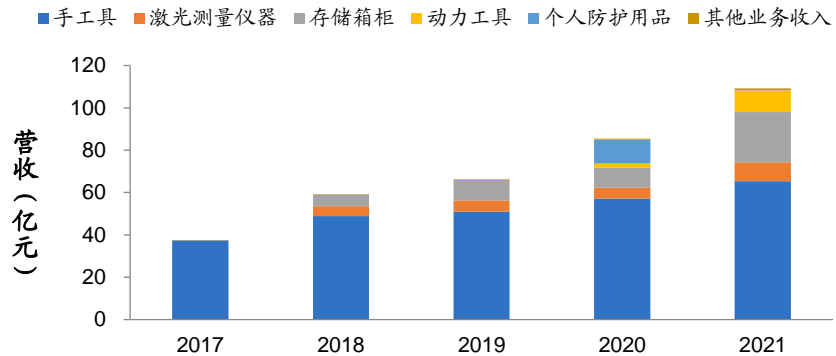
图 18. 2021 年公司东南亚 Geelong 基地投产 .....	12
图 19. 全球制造：中国集中采购，全球分部使用 .....	13
图 20. 手工具产品应用场景广泛 .....	14
图 21. 手工具&电动工具各有优势，覆盖不同场景 .....	14
图 22. 全球手工具市场增速稳定，CAGR3 约 5% .....	14
图 23. 动力工具市场空间广阔（亿美元） .....	14
图 24. 工具品类消费客户画像 .....	14
图 25. 美国五金零售增速受房地产周期影响较弱 .....	14
图 26. 细分品类众多，SKU 数量巨大 .....	15
图 27. 手工具行业市场格局相对更为分散 .....	15
图 28. 加拿大家装市场中，综合渠道份额超 70% .....	15
图 29. 史丹利百得净利率逐步提升 .....	15
图 30. 工具品类线上渠道销售占比不足 20% .....	16
图 31. 消费者注重线下体验及品牌口碑 .....	16
图 32. 顶级零售商分享美国工具市场 .....	16
图 33. 德国建材零售商销售额相对分散 .....	16
图 34. 公司手工具产品市占率不断提升 .....	18
图 35. 储存箱柜业务并购持续 .....	18
图 36. 公司自主品牌营收占比持续提升 .....	18
图 37. 海运费改善后，OBM 毛利率有望大幅提升 .....	18
图 38. 工具行业价值链重心主要集中在 OBM 与下游渠道端（单位：元） ..	19
图 39. 便携与家庭储能产品特点对比 .....	19
图 40. 便携与家庭储能终端场景具重叠性 .....	19
图 41. 预计 2022 年为全球便携储能爆发元年 .....	20
图 42. 欧美便携储能需求全球占比过半（2020） .....	20
图 43. 全球便携储能行业 CR5 约 50% .....	21
图 44. 疫后跨境电商企业带动线上份额快速提升 .....	21
图 45. 中高容量便携储能产品市占率持续提升 .....	21
图 46. 亚马逊低端竞争激烈，高端仍有增量空间 .....	21
图 47. 家用储能投资成本持续下降 .....	22
图 48. 能源危机下欧洲天然气及电价高速上涨 .....	22
图 49. 2022 或为全球户用储能爆发元年 .....	23
图 50. 2021 欧美地区户储需求全球占比过半 .....	23
图 51. 公司净利率情况 .....	25
图 52. 存货周转天数 .....	25
图 53. 应收账款周转天数 .....	25
表 1. 巨星工具类产品矩阵持续扩充 .....	6
表 2. 巨星科技高管人员具备丰富手工具行业经验 .....	7
表 3. 巨星收购品牌来源于欧美，覆盖工具、吸尘设备、箱柜五金及激光测距等 多个品类 .....	8
表 4. 通过自建+收购，巨星持续加强本土化供应链建设 .....	11
表 5. 收购品牌生产基地布局，支撑未来营收增速 .....	13
表 6. 全球工具行业龙头史丹利百得（SWK）从 2010 年开启业内频繁并购 17	

表 7. 户外场景渗透率提升驱动便携储能市场持续高增 .....	20
表 8. 2021 年末电价水平下，德国户储安装回报期已缩短至五年 .....	22
表 9. 德国、英国、西班牙等西欧国家安装户储短期内经济效益凸显.....	22
表 10. 在潜在市场空间下，当前户储市场规模远未达上限 .....	23
表 11. 公司分业务营收及毛利率情况（亿元） .....	24
表 12. 公司费用率情况（亿元） .....	24
表 13. 公司 ROE 情况与杜邦分析.....	25
表 14. 巨星科技收入拆分及毛利率预测（百万元） .....	27
表 15. 可比公司估值.....	28

## 1. 巨星科技：具有全球化视野的手工具行业龙头

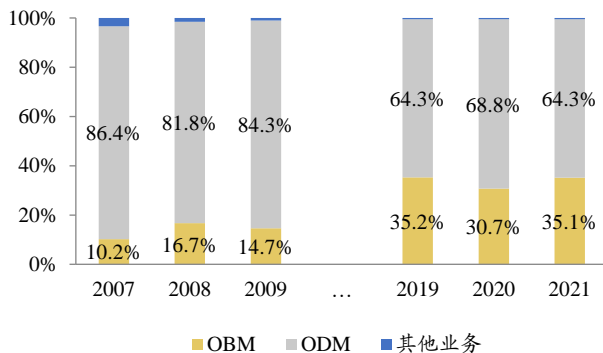
巨星科技是全球领先的工具制造企业。公司主营手工具，并逐步拓展激光测量工具、工业存储箱柜和动力工具等产品。市场布局以欧美为主，覆盖渠道包括大型建材零售商、专业汽配连锁店和跨境电商平台等；销售模式以 ODM 为主，OBM 持续发力。

图 1. 巨星科技产品种类丰富



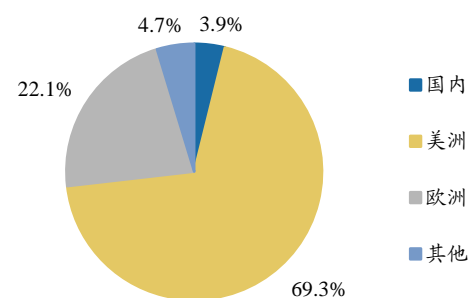
数据来源：公司官网，财通证券研究所

图 2. 巨星 OBM 业务占比持续提升 (%)



数据来源：公司年报，财通证券研究所

图 3. 2021 年营收 96% 分布在欧美地区 (亿元)



数据来源：公司年报，财通证券研究所

### 1.1. 发展历程：收购主线清晰，从制造商向品牌商迈进

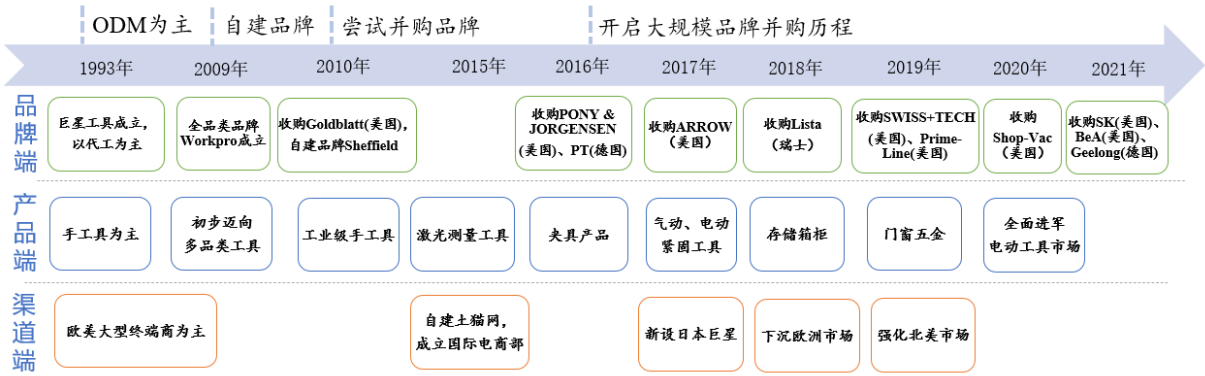
巨星科技前身巨星工具于 1993 年正式成立，2007 年并入巨星集团。2010 年巨星科技在深交所上市，至今已拥有近 30 年的手工具生产和销售经验。

初期以手工具代工为主，以品牌并购为契机逐渐转型品牌化、多元化与全球化。公司依靠长期 ODM 积累了深厚的生产研发与供应链能力，2009 年自建第一个全品类综合性工具品牌 WORKPRO，逐步从 ODM 向 OBM 过渡。

2010 年起，公司开启外延并购发展模式，不断完善品牌矩阵、丰富五金工具产品种类，并快速展开了海内外线上+线下的渠道布局。



图 4. 公司 2010 年起开启全球并购发展路线



数据来源: 公司官网, 财通证券研究所

表 1. 巨星工具类产品矩阵持续扩充

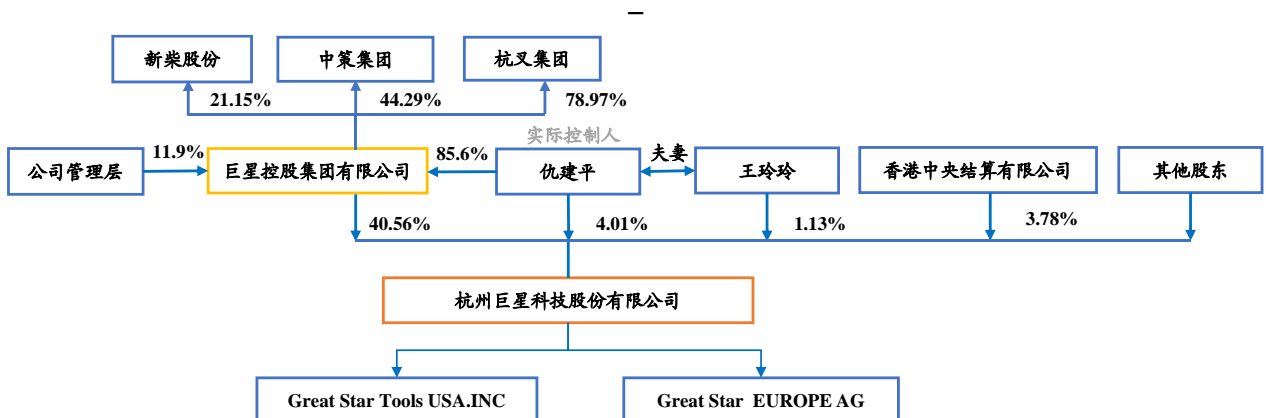
品类	手工具	激光工具	存储箱柜	动力工具
2021 营收占比	60%	8%	22%	9%
主要品牌	Workpro、Arrow	欧镭, PT, Prexiso	Lista、Geelong	Arrow、Shop-vac、BeA
主要产品	扳手类、钳子类、锤子类	激光雷达、红外传感器、激光测量仪器	抽屉柜、储物柜、立体库	吸尘器、电动工具、气动订枪
行业地位	公司手工具业务市占率达 4%，位列全球 TOP2。	激光测量领域具有国际竞争力的 ODM 公司。	公司存储箱柜业务规模全球领先。	动力工具有望成为公司第二增长极。

数据来源: 公司官网、公司年报、财通证券研究所

### 1.2. 公司治理: 股权结构集中稳定, 核心团队长期合作

股权结构集中稳定, 通过海外平台管理并购品牌。创始人仇建平、王玲玲夫妇合计直接或间接持股 39.86%, 为公司的实际控制人, 公司其它高管通过巨星控股间接持有股份 4.83%。公司分别在美国、欧洲创立子公司, 控股海外并购资产。

图 5. 巨星科技股权结构稳定, 并购管理架构清晰



数据来源: 公司年报, 财通证券研究所 (截至 2022 年中报)

创始人机械专业背景深厚，深耕工具行业数十年。公司创始人仇建平是恢复高考后第一批大学生，毕业后进一步攻读了机械铸造硕士学位；自 2008 年起担任公司董事长，具备丰富的管理经验和前瞻的行业视野。

公司高管团队长期合作，领导班子稳定性强。公司管理层结构稳定，高管团队合作多年，成员长期耕耘于工具及机械相关行业，具备良好的凝聚力和洞察力。

**表 2. 巨星科技高管人员具备丰富手工具行业经验**

姓名	现任职位	经历	年龄	加入时间
仇建平	董事长	1982 年年毕业于北京科技大学机械铸造专业，1985 年取得西安交通大学机械铸造硕士学位。曾任职于杭州二轻研究所、浙江省机械进出口公司；曾任巨星工具董事长，巨星有限董事长、总裁	60	2008 年
池晓蓓	副董事长、总裁	曾任巨星工具外销部业务员、外销经理、外销副总，巨星有限副总经理	48	2008 年
蒋赛萍	监事长、外销总监	2013 年开始担任巨星外销总监	52	2009 年
倪淑一	财务总监	曾任新利软件股份有限公司财务主管；浙江八方电信有限公司财务主管；奥普控股集团财务经理	47	2008 年
王伟毅	副总裁，负责产品研发及质量管理	曾任巨星工具包装部经理，巨星有限副总经理，负责公司手工具和电动工具新产品、新技术的开发	53	2008 年
王睿	副总裁，负责产品采购业务	曾任巨星工具业务员、业务部经理、副总经理，巨星有限董事、副总经理	52	2008 年
李锋	副总裁，负责对外销售业务	曾任巨星工具外销员、外销部经理、副总经理，巨星有限副总经理	48	2008 年
周思远	副总裁，董事会秘书	2011 年任巨星科技证券事务代表，2018 年任董秘	36	2011 年

数据来源：公司招股说明书，公司年报，财通证券研究所

## 2. 核心能力：并购方法论成熟，开启全球化资源配置

并购战略坚定，品牌矩阵持续扩充，满足下游一站式需求。自 2010 年以来公司陆续开展了十余起并购，逐步建立起完备的品牌体系，覆盖工具领域消费场景下多地区、多品类的消费群体。公司并购经验丰富，注重品牌价值，购后品牌完整度得以保护：

- 1) 收购品牌定位中高端，市占率位居细分行业前列。公司所收购品牌均为工具行业利基市场中的头部品牌，细分赛道市占率可观，收购溢价得到充分支撑。
- 2) 收购对象经营面基本稳健，多为母公司资金链不足出现出售意愿所致，巨星凭借产业投资人身份、叠加品牌整合经验赢得品牌方信任，谈判牌面占优。
- 3) 购后维持品牌原管理层的稳定和独立运作，并给予研发与生产方面的充分支持。在组织架构上，公司主要通过欧美子公司平台对并购资产进行管理，会尽量保留稳定的原始团队，从而充分保护品牌内核、研发技术和营销经验。同时，公司会通过组建联合研发中心、生产基地等方式进行技术与生产方面的赋能，例如 Arrow 亚太研发部，主要负责协同辅助美国总部的研发项目。

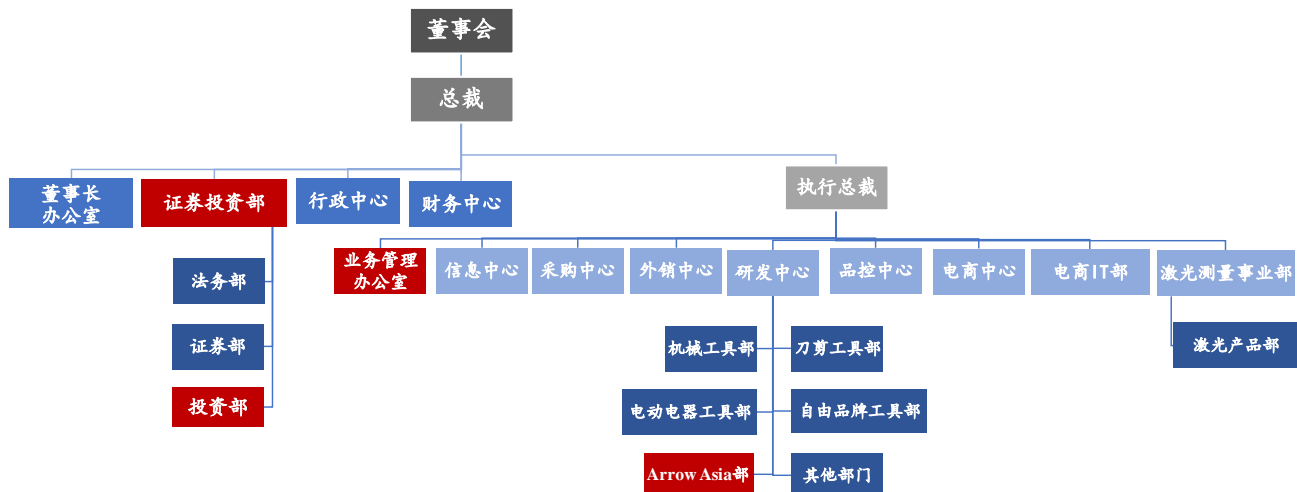
表 3. 巨星收购品牌来源于欧美，覆盖工具、吸尘设备、箱柜五金及激光测距等多个品类

自建品牌	成立年份	主要产品			品牌地位	
<b>WORKPRO</b>	2009	手工具、照明、电动、园林、气动			公司第一个全品类综合性工具品牌	
<b>SHEFFIELD 钢盾</b>	2010	机工类、电工类、汽保机修等			国内知名工业级工具品牌	
<b>EverBrite</b>	2011	手电筒、头灯、野营灯等照明品类			公司第一个全品类 DIY 照明工具品牌	
收购品牌	收购	成立	主要产品	地区	交易价	品牌地位
<b>Goldblatt</b> SINCE 1885	2010	1885	建筑工具	美国	130 万美元	美国百年泥工高端品牌
<b>PONY JORGENSEN</b>	2016	1903	家装工具	美国	357.5 万美元	专精木工工具及工装夹具的美国百年品牌
<b>ARROW</b>	2017	1929	紧固工具	美国	1.25 亿美元	美国手动、电动射钉枪百年品牌，连锁商超市占率 60%，工业领域市占率 38%
<b>PREXISO</b>	2018	--	激光测距仪	瑞士	--	致力于打造激光测量/测绘领域的领先品牌
<b>LISTA</b>	2018	1945	工业级存储箱柜	瑞士	1.85 亿瑞士法郎	欧洲专业工作箱柜第一品牌，市占率 14%
<b>PRIME-LINE</b>	2019	1978	门窗五金	美国	1.68 亿元	北美五金门窗配件行业的领导者
<b>SWISS+TECH</b>	2019	1994	户外工具	美国	--	定位高端的户外多功能工具品牌
<b>shop-vac</b>	2020	1965	专业吸尘设备	美国	4186 万美元	北美干湿吸尘器领域领导品牌和制造商
<b>SK</b>	2021	1914	专业机修工具	美国	--	百年高端手工具品牌
<b>BeA</b>	2021	1910	工业级气动钉枪及紧固件	德国	2790 万欧元	欧洲气动紧固产品第一品牌，市占率 22%
<b>GEELONG</b>	2021	1993	存储箱柜	美国	1.28 亿美元	美国本土存储箱柜品牌

数据来源：公司官网，公司公告，财通证券研究所（公司市场地位及市占率均为并购当年公告信息）

- 4) 专设“证券投资部”“业务管理办公室”负责并购&购后事宜，管理经验丰富。公司证券投资部直属总裁办公室，主要负责并购项目审核与购前准备；业务管理办公室直属于执行总裁，定期梳理各子公司管理体制，并进行沟通安排与业务协调。

图 6. 公司投资部为总裁直属部门，业务管理办公室负责协调购后协同



数据来源：公司 ESG 报告，财通证券研究所

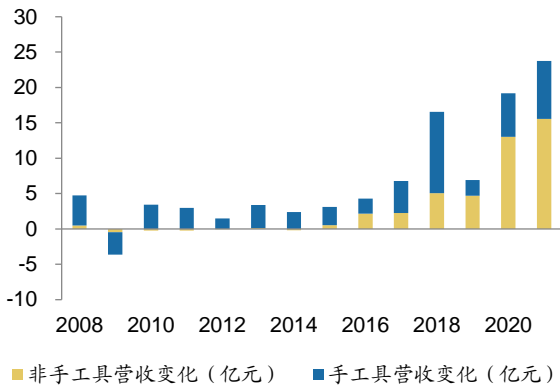
公司通过品牌渠道复用+优质供应链赋能，集欧美本土服务、亚洲产业链制造和中国管理研发为一体，快速实现从 ODM 向品牌化转型，盈利能力提升也将进一



步增厚公司资金基础，由此形成良好的正向循环。

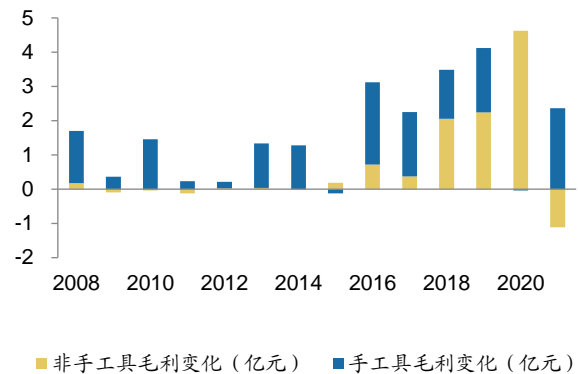
内生+外延双驱动，手工具主业稳步发展，新品类拓展增速亮眼。2021 年公司营收同比增长 28%，其中 18%来源于动力工具、箱柜等非手工具业务，10%为手工具所贡献；毛利方面，非手工具品类毛利贡献于 2018 年起开始超过手工具（由于存储箱柜对运费较为敏感，2021 年非手工具整体毛利增长贡献为负）。

图 7. 2019 年非手工具营收贡献比首次超过 50%



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 8. 15-19 年非手工具对毛利增长贡献快速提升



数据来源：公司公告，财通证券研究所

## 2.1. 品牌+渠道资源复用，快速强化终端销售

善用品牌本土资源，快速拓宽品牌销售边界。得益于品类相近和消费群体的高度重叠，公司得以充分利用被收购品牌的本土资源：

### 1) 北美地区：零售巨头寡头垄断，新品牌进入难度高，主要采取产品导入模式。

例如公司 2017 年所购美国气钉枪龙头 Arrow 品牌，计划导入成熟且相关度高的新产品，并借助欧洲工业级气钉枪品牌 BeA 的产品力，进一步整合 Arrow 产品链，打造全球最大钉枪供应商。

### 2) 欧洲地区：国家众多、渠道分散，本土化团队建设为关键；公司利用并购公司的渠道网络与客户资源，得以快速实现多品牌导入、新品类拓展。例如，

公司所收购 BeA 公司除德国总部外，在英国、法国、意大利等 9 个欧洲国家均设有子公司，分销及仓储物流体系覆盖美国、澳洲、南美等地，并在全球 40 多个国家/地区设有销售合作伙伴；Lista 作为欧洲箱柜第一品牌，拥有工业级客户资源。并购团队整合后，有望快速补强公司的全球销售与物流交付体系。

图 9. 巨星通过品牌收购，快速获得全球渠道资源



数据来源：公司公告，财通证券研究所

目前，公司已拓展美国 HomeDepot、Walmart、Lowe's 等大型零售渠道；欧洲 Kingfisher、加拿大 CTC 等大型连锁超市渠道，并且持续拓展新品类。全球范围内有 2w+大型五金、建材、汽配连锁超市销售公司产品。

图 10. 2020 年公司全球入驻渠道布局情况



数据来源：公司年报，财通证券研究所

仓储物流方面，通过自建+收购，为客户提供从出厂至客户仓库/门店的一条龙服务，构建跟踪服务+售后的销售壁垒。通过整合 Arow、Prime-Line 及 Shop-Vac，公司美国仓储物流体系初步构建完成，欧洲的仓储物流体系也在持续完善。

表 4. 通过自建+收购，巨星持续加强本土化供应链建设

年份	地区	获得方式	主要成果
2017	日本	新设日本巨星公司	实现亚洲市场的进一步开发
2017	北美	收购东海岸 Arrow，建立北美巨星控股公司	提供完整的北美本土化服务
2018	北美	收购西海岸 Prime-Line	初步完成北美物流仓储售后体系建设
2018	欧洲	收购 Lista 公司	加强了欧洲市场的分销体系和服务能力
2021	欧洲	并购 Joh. Friedrich Behrens AG 的相关资产	加强在全欧洲的仓储物流分销体系

数据来源：公司年报，财通证券研究所

图 11. Prime-Line 在北美建有完整仓储系统



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图 12. Shop-Vac 仓储物流体系完善



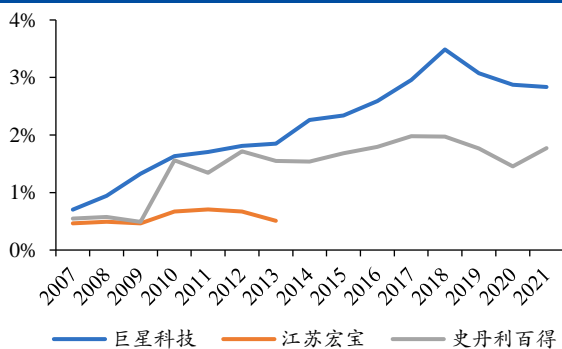
数据来源：公司官网，财通证券研究所

## 2.2. 坚持创新驱动，本土化研发整合初有成效

公司通过产品持续创新，精准定位客户需求，不断形成新的销售增长点。为激励研发人员技术创新，公司制订《研发创新激励制度》并进行年度创新评比，根据创新力度、新品市场表现等多方面的综合考量，对研发人员的创新产品进行评级奖励。

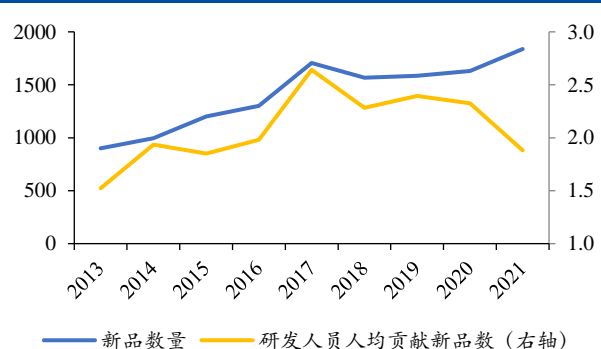
在新品扩展基础上，公司研发投入相对较高，持续丰富产品 SKU。2021 年公司研发投入金额 3.1 亿元，占营收的 2.84%，期间设计新产品 1838 项，同比增长 12.8%；研发人员平均贡献新品数量从 2013 年的 1.5 件/年提升至 2020 年的 2.3 件/年，2021 年公司研发人效下滑至 1.88 件/年，预计主要受 BeA 及 Geelong 并表的短期影响。

图 13. 公司研发费用占比持续提升（%）



数据来源：公司年报，财通证券研究所

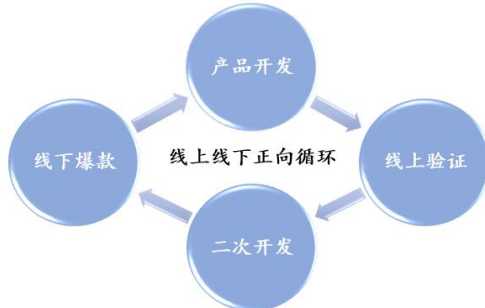
图 14. 公司年均推出新品数量持续提升（件）



数据来源：公司年报，财通证券研究所

研发基地布局全球，获取成熟研发经验+本土化消费趋势。在享受中国工程师红利的时候，公司通过并购获取欧美工具生产与研发经验；同在此时，贴近本土的研发基地也便于深入了解消费者的个性化需求。

图 15. 公司产品开发模式



数据来源：公司年报，财通证券研究所

图 16. 研发基地覆盖中国、美国与欧洲



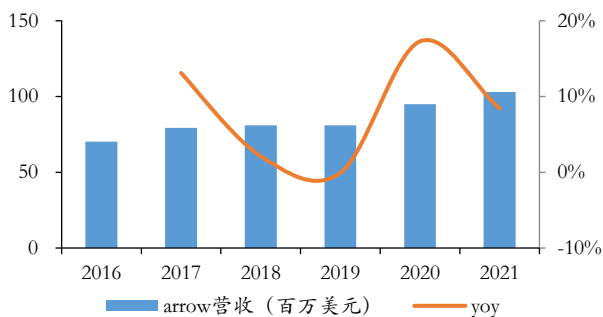
数据来源：公司官网，财通证券研究所

### 2.3. 优质供应链赋能，提升品牌盈利能力

产能方面，公司通过自建+并购，以亚太地区为核心，以欧美原产能为补充，逐步建立起全球化生产基地。当前公司在全球拥有约 20 处生产基地，其中 10 处位于国内，3 处位于东南亚。

亚太地区生产基地具备低人力成本+靠近原材料产地的优点，公司通过中国集中采购、全球分布使用，极大的降低综合采购成本。供应链协同有效缓解各欧美品牌产能端拓展不足的问题，以 Arrow 为例，并购后得到产能基础的支持，营收持续提升。

图 17. Arrow 在 2017 年被收购后业绩有所提升



数据来源：公司年报，财通证券研究所

图 18. 2021 年公司东南亚 Geelong 基地投产



数据来源：公司官网，财通证券研究所



图 19. 全球制造：中国集中采购，全球分部使用



数据来源：公司官网，财通证券研究所 |

表 5. 收购品牌生产基地布局，支撑未来营收增速

时间	区域	获取方式	地点	主要产品
2017	美国	收购 Arrow	美国新泽西州	手动、电动、气动射钉枪和耗材
2018	欧洲	收购 Lista	德国汉堡、瑞士厄伦、意大利贝加莫	存储箱柜等
2019	美国	收购 Prime-Line	美国加州	门窗五金等家居装饰
2019	东南亚	越南一期基地投产	越南海防	手工具、激光仪器等
2020	东南亚	柬埔寨一期基地投产	柬埔寨西港	存储箱柜等
2020	美国	收购 Shop-Vac	美国宾州	吸尘器及配件等
2021	东南亚	越南二期基地投产	越南海防	手工具、激光仪器等
2021	东南亚	泰国基地投产	泰国罗勇	工具箱柜等
2021	欧洲	收购 BeA	德国北威	气动钉枪及紧固件

数据来源：公司官网，公司公告，财通证券研究所

### 3. 工具业务：全球产业链整合者，品牌化转型加速

- 制造端：技术门槛低+场景多元化+SKU 种类繁多 → 规模效应显著
- 消费端：品牌认知深厚+渠道高度集中 → 销售端壁垒较高

在增速稳定、格局分散的成熟行业内，相较于内生培育品牌，外延并购路线为快速提升市占率的必经之路。

#### 3.1. 行业增速稳定，并购战略优势凸显

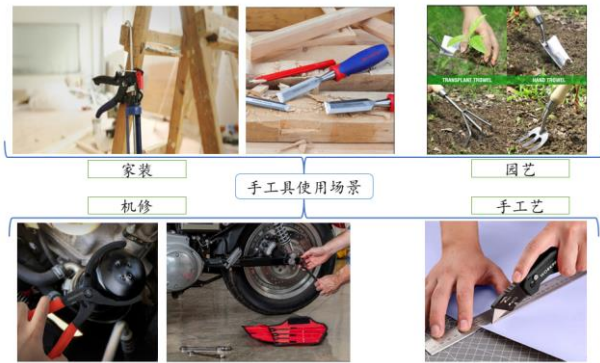
工具品类应用场景丰富、需求持续增长，增速持续稳定在 5%左右。伴随全球人口规模和建筑增长，工具市场规模始终维持稳定增长的态势。截至 2021 年，全球手工具行业规模已近 230 亿美元。根据弗若斯特沙利文预测，全球手工具市场在未来 CAGR3 将维持在 5%左右；

动力工具市场空间广阔，2019–2022 年增速 CAGR 为 5.6%，处于稳定成长阶段。公司凭借强大的品牌整合和渠道协同能力，通过切入细分小品类并做到子行



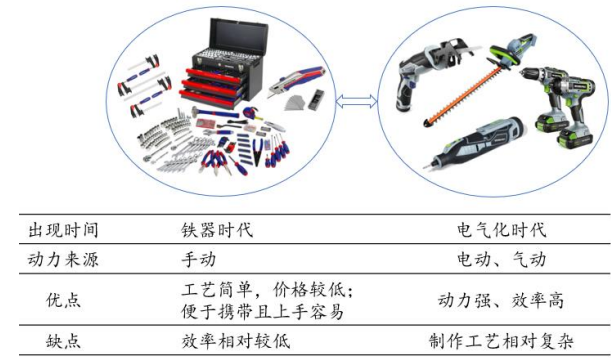
业前列，有望持续拓展未来增长点。

图 20. 手工具产品应用场景广泛



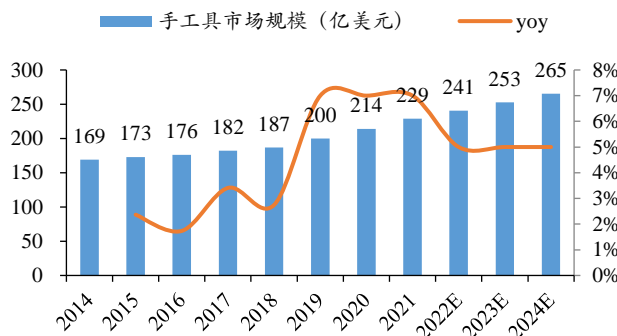
数据来源：公司官网，财通证券研究所

图 21. 手工具&电动工具各有优势，覆盖不同场景



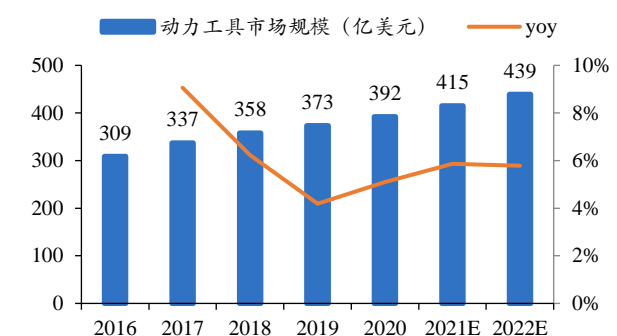
数据来源：公司官网，财通证券研究所

图 22. 全球手工具市场增速稳定，CAGR3 约 5%



数据来源：立鼎产业研究院，财通证券研究所

图 23. 动力工具市场空间广阔 (亿美元)

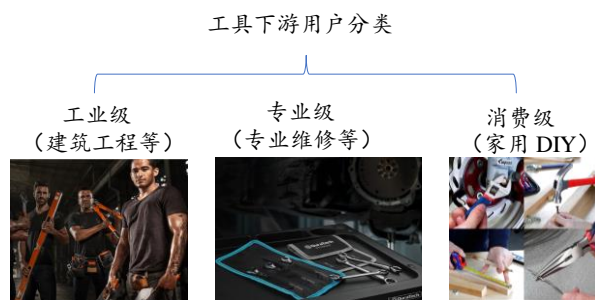


数据来源：弗若斯特沙利文报告，财通证券研究所

公司产品主要以消费级为主，弱周期特点显著；疫情&经济下行期间，居家 DIY 需求支撑行业营收韧性：

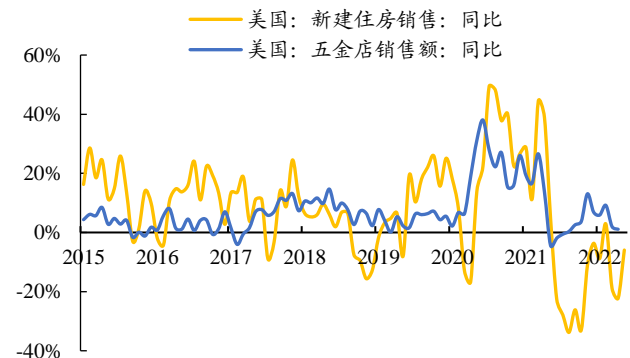
- **工业/专业级**：主要由基建、工程行业扩张、汽车需求提升推动，周期性明显；
- **消费级**：主要由消费者生活习惯、家装维修刚需以及工具正常损耗更替需求驱动增长，在经济下行、通胀率高企时需求增速具备一定韧性。

图 24. 工具品类消费客户画像



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图 25. 美国五金零售增速受房地产周期影响较弱



数据来源：Wind、美国商务部、美国经济分析局，财通证券研究所

### 3.1.1. 制造端：市场格局分散，规模效应显著

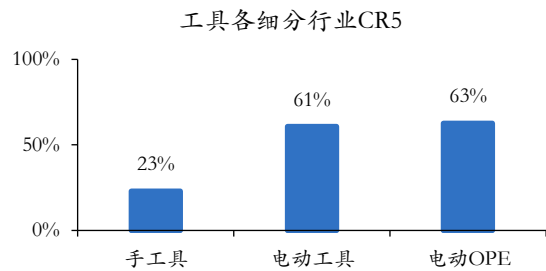
工具类 SKU 繁多，市场格局较为分散。根据 FMI 市场调查，目前市面上针对维护，维修和工业操作等不同需求类型而设计的手工具产品高达 500+种。产品制造门槛低、多元化产品类型也造成了手工具行业市场分散的格局，当前全球手工具厂商 CR5 为 23%，远低于电动工具的 61%。

图 26. 细分品类众多，SKU 数量巨大

手工具分类	子分类
扳手 (7种)	套筒扳手、螺丝扳手等
钳子 (9种)	组合钳、剥线钳等
螺丝刀 (7种)	标准螺丝刀、绝缘螺丝刀等
测量工具 (5种)	卷尺、折叠尺等
锤子 (7种)	锻造锤、木匠锤等
刀具 (5种)	电缆切割刀、绝缘切割刀等
丝锥和模具 (6种)	直槽丝锥、螺旋丝锥等
手锯 (3种)	钢锯、修枝锯等
凿子 (5种)	平凿、尖凿等

数据来源：公司官网，FMI，财通证券研究所

图 27. 手工具行业市场格局相对更为分散

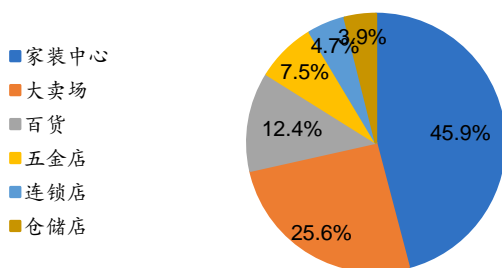


数据来源：弗若斯特沙利文，财通证券研究所（手工具为 21 年数据，其余为 20 年数据）

多 SKU 经营特征下，具有较强的规模效应：

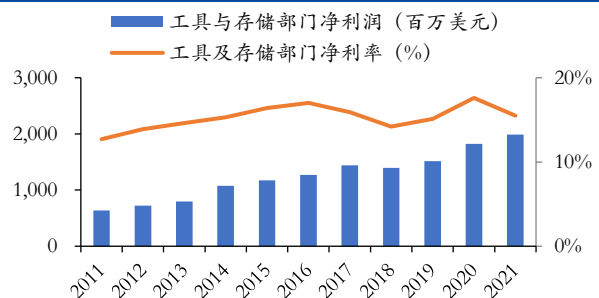
- **对上游：**手工具行业上游主要为螺纹钢等钢材制品，受周期性波动影响，批量采购将大幅提升厂商上游议价权；
- **对下游：**多品类一站式采购需求强烈，规模化经营利于实现品牌+渠道复用。以加拿大家装市场为例，家装中心和大卖场等多品类经营业态市占率超 70%。

图 28. 加拿大家装市场中，综合渠道份额超 70%



数据来源：allvalue，财通证券研究所（2019 年数据）

图 29. 史丹利百得净利率逐步提升

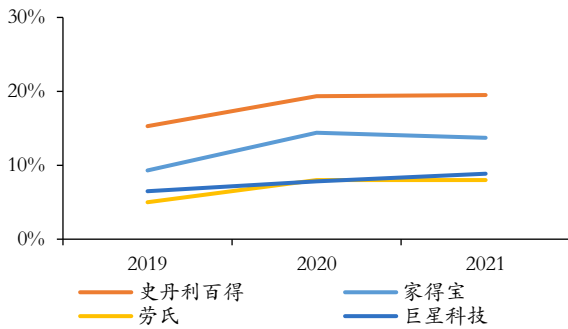


数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 3.1.2. 消费端：品牌&渠道壁垒深厚，布局成本较高

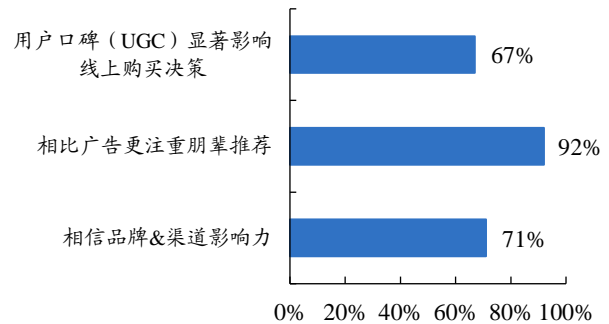
**品牌：**低频购买、高频接触，工具类传统品牌牢牢绑定消费者认知。由于损耗及丢失等原因，专业级工具使用周期约为 1-3 年，消费级使用周期预计更久；根据 Lowes 2020 年在北美市场的调查，在 DIY 和房屋装修用具领域，相比营销广告，92%的消费者更相信朋辈推荐。

图 30. 工具品类线上渠道销售占比不足 20%



数据来源：各公司年报，财通证券研究所

图 31. 消费者注重线下体验及品牌口碑

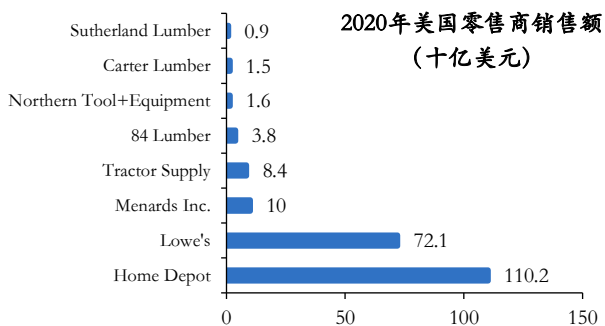


数据来源：Allvalue，财通证券研究所

**渠道：消费者注重线下体验，新成立品牌难以快速布局。**工具手感和质量是消费者选购重要因素，目前工具类销售线下占比超 80%：

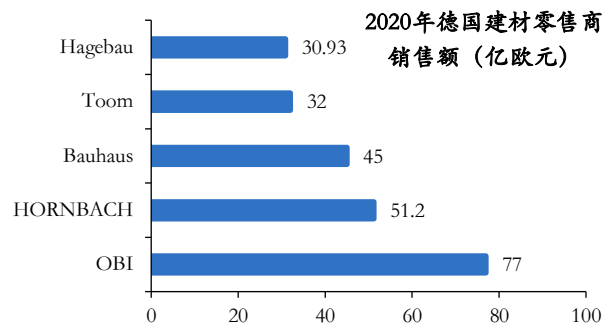
- 1) 北美地区：线下渠道格局集中，Home Depot 与 Lowe's 市占率超 80%，渠道话语权强，注重品牌积淀、选品审核难度高，新兴品牌难以快速入驻；
- 2) 欧洲地区：市场格局相对分散，各国均以本土商超渠道为主，国家内部商超集中度也各有不同。欧洲渠道复杂度对本土化销售团队的建设要求较高，需要投入大量人力与时间。以欧洲最大的建材市场德国为例，线下建材零售 Top5 销售额极差显著小于美国。

图 32. 顶级零售商分享美国工具市场



数据来源：statista，财通证券研究所

图 33. 德国建材零售商销售额相对分散



数据来源：工选 GOXUAN，财通证券研究所

**表 6. 全球工具行业龙头史丹利百得 (SWK) 从 2010 年开启业内频繁并购**

年份	并购标的
2006	法国工具制造品牌 Facom
2010	与美国工具制造商 BLACK DECKER 合并
2010	美国电动及手工具制造商 Dewalt
2011	欧洲防护工具品牌 Niscayah
2012	高级医疗工具品牌 AeroScout
2012	北美紧固行业先驱 Powers
2013	中国电动工具制造品牌国强
2017	收购 Newell Tools 部门, 获得品牌 IRWIN, LENOX 和 Hilmor
2017	美国手工具制造商 Craftsman
2018	高端大型休闲车工具制造商 IES Attachments
2020	美国航空工具制造品牌 CAM
2021	美国户外电动工具制造商 MTD Holdings Inc
2021	美国户外电动设备厂商 Excel Industries

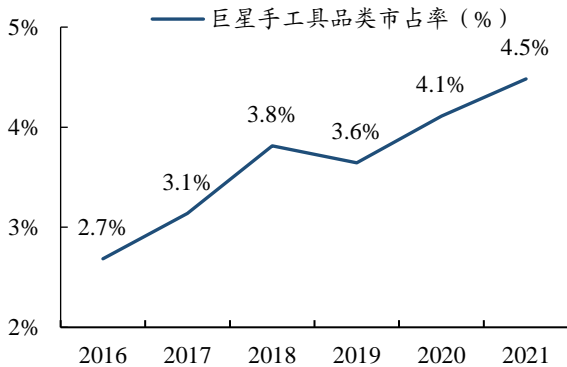
数据来源: SWK 官网, 财通证券研究所

### 3.2. 品牌化转型加速, 价值链地位持续提升

**细分赛道全球产业整合者, 传统赛道市占率显著提升:** 公司围绕欧美家庭房屋需求为核心, 长期落实并购战略, 充裕现金流与丰富管理经验的支持下品牌、品类扩张所带来的规模效应有望充分显现。

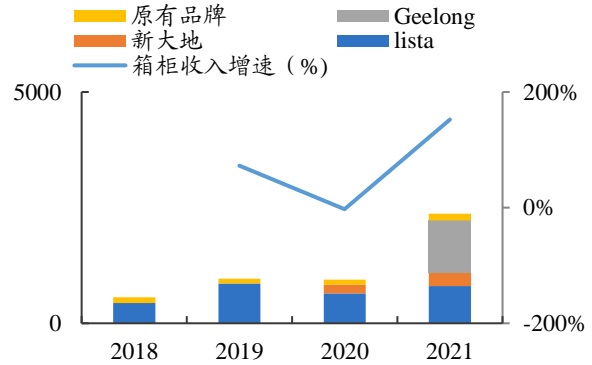
- **手工具: 公司产能不断释放, 市占率稳定提升。** 2021 年实现营收 65.41 亿元 (+14.30%), 2016-2021 年 CAGR 为 14.78%。
- **动力工具: 行业空间广阔, 渠道协同效应下, 有望成第二增长极。** 公司 2020 年开始拓展电动工具, 21 年收购 shop-vac 进入商用吸尘器市场, 同时收购欧洲钉枪品牌 BEA 丰富产品线, 全年实现营收 10.21 亿元, 同比高增 454%。
- **存储箱柜: 持续业内品牌并购, 供应链优势赋能营收复苏。** 2020 年全球储存箱柜市场规模约为 80 亿美元, 市场格局较为分散。2021 年, 公司并购品牌 Lista 业务能力复苏, 美国订单持续增长, 同时 Geelong 并表巨星, 公司箱柜业务得到快速扩张, 全年营收 23.71 亿元 (+152.36%), 全球市占率达 5% 左右。

图 34. 公司手工具产品市占率不断提升



数据来源：公司公告，立鼎产业研究院，财通证券研究所

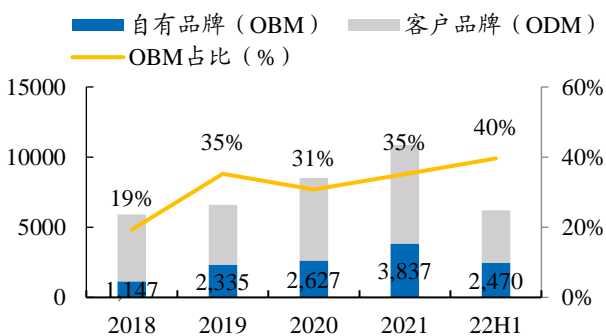
图 35. 储存箱柜业务并购持续



数据来源：公司公告，财通证券研究所

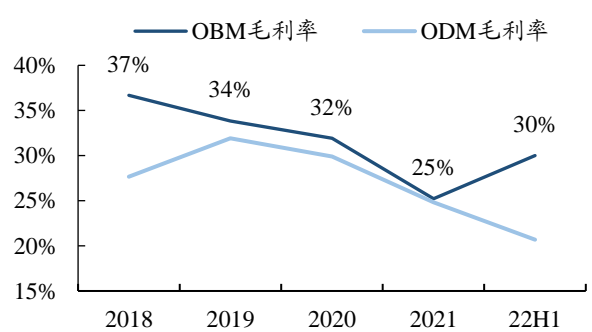
工具品类终端消费场景的高度重叠使公司线下渠道得以高效复用，22H1 公司 OBM 营收占比达 39.6%，同比增长 3.3pct。2021 年海运费高涨导致巨星自有品牌毛利率承压，22H1 海运价高位松动，叠加公司渠道议价能力提升，OBM 毛利率提升至 30%。预计随 22H2 海运费同比下降，公司 OBM 毛利率有望提升至 35%左右的中枢水平。

图 36. 公司自主品牌营收占比持续提升



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 37. 海运费改善后，OBM 毛利率有望大幅提升

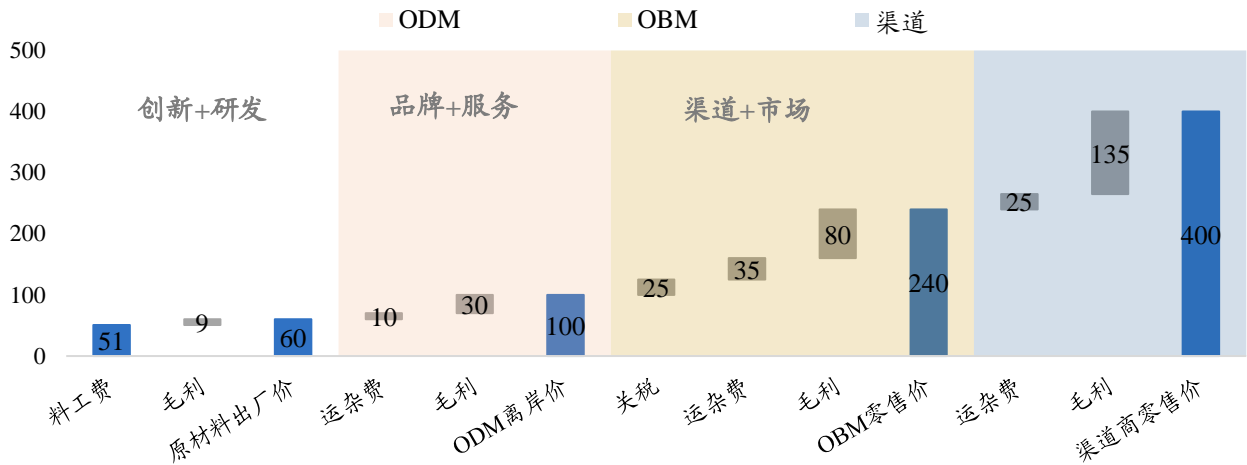


数据来源：公司官网，财通证券研究所

工具行业越接近价值链下游，环节加价倍率递增；公司沿产业链纵向延伸，盈利能力有望持续增强。假设 ODM 厂商产品出厂价为 100 元，则 OBM 出厂价则加价 1.5 倍左右，终端零售价格加价 3 倍左右；ODM 增量价值阶段毛利率约为 30%、OBM 为 33%、终端渠道约为 40%，而全产业链纵向一体化毛利率则达 65%左右。通过品牌化与终端渠道整合，公司部分工具业务有望实现从生产制造到 2C 终端销售的纵向一体化，有望带动整体毛利率持续提升。



图 38. 工具行业价值链重心主要集中在 OBM 与下游渠道端（单位：元）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

#### 4. 储能业务：需求端驱动高增长，公司新品类望超预期

2021年起，公司拓展家庭储能工具品类，主要涵盖移动储能（Power Bank）和家用储能（Power Station）两类产品。目前公司已具备相应产品的技术和交付能力，其中移动储能产品已于2021年开始销售，并进入欧美多家大型商场的线下渠道，以及亚马逊线上渠道。家用储能产品则尚属全新产品，预计将会在欧美大型建材零售商线下门店上架售。我们认为公司具备线下渠道与全球供应链整合优势，新业务拓展有望超市场预期。

图 39. 便携与家庭储能产品特点对比

指标	便携储能	家庭储能
产品展示		
场景	户外旅行，户外作业，户内应急	户内应急，绿色电力自发自用，并网售电
容量	100-3000Wh	3-30kWh
电源	市电充电、离网使用，可配套便携光伏板	离网或并网，一般配套大面积光伏发电系统
电芯	三元锂、磷酸铁锂	磷酸铁锂
特点	移动方便，操作简单	位置固定，安装复杂

数据来源：华宝新能公司公告，派能科技公司公告，财通证券研究所

图 40. 便携与家庭储能终端场景具重叠性



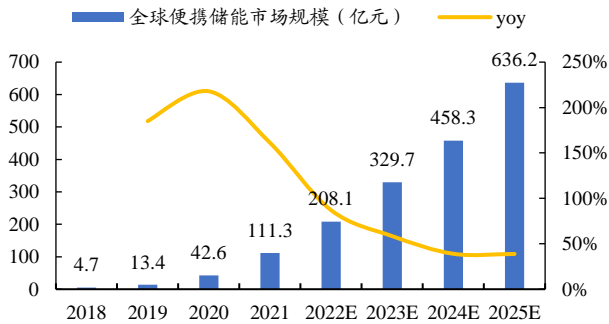
数据来源：华宝新能官网，派能科技官网，财通证券研究所

##### 4.1. 便携储能：低渗透率带来增量空间，线下渠道破局在望

便携式储能 2020 年开始起量，目前在户外及避险场景下渗透率持续提升，市场尚未饱和。根据中国化学与物理电源行业协会公布的数据，户外场景需求占比约

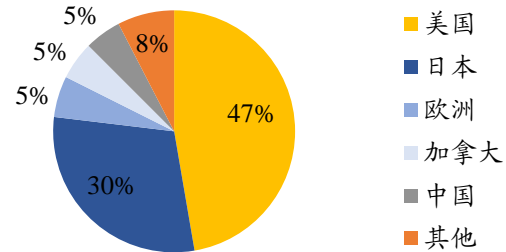
为 44%左右，2021 年便携储能产品在全球户外场景渗透率仅为 2.3%，替代空间较大；预计到 2025 年，全球市场规模将达到 636 亿元，2022 年起 GAGR3 约为 45%。

图 41. 预计 2022 年为全球便携储能爆发元年



数据来源：中国化学与物理电源行业协会，财通证券研究所

图 42. 欧美便携储能需求全球占比过半（2020）



数据来源：中国化学与物理电源行业协会，财通证券研究所

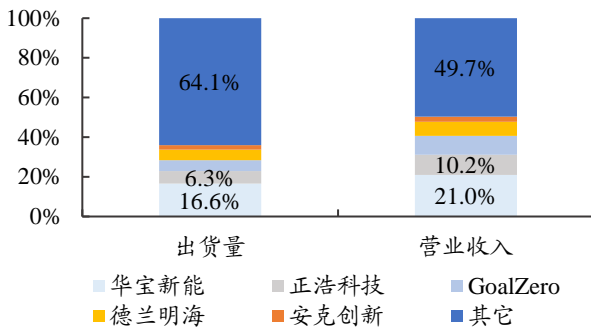
表 7. 户外场景渗透率提升驱动便携储能市场持续高增

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
户外需求增量 (万台)	211	346	532	712	997	1355
其中：户外休闲	164	265	413	560	788	1073
占比%	78%	77%	78%	79%	79%	79%
户外作业	47	81	119	152	209	282
占比%	22%	23%	22%	21%	21%	21%
户外需求存量 (万台)	345	651	1088	1596	2250	3069
渗透率 (%)	2.3%	4.2%	6.8%	9.5%	12.5%	15.9%
全球参与户外活动家庭 (万户)	15000	15500	16000	16800	18000	19302
户外需求占比 (%)	44%	41%	42%	43%	44%	44%
全球需求增量 (万台)	484	841	1252	1667	2242	3065
其中：应急用电	201	375	525	685	870	1110
占比%	42%	45%	42%	41%	39%	36%
其他场景	72	120	195	270	375	600
占比%	15%	14%	16%	16%	17%	20%
平均单价 (元)	2301	2475	2634	2749	2838	2879
全球便携储能市场规模 (亿元)	111	208	330	458	636	882

数据来源：中国化学与物理电源行业协会，财通证券研究所

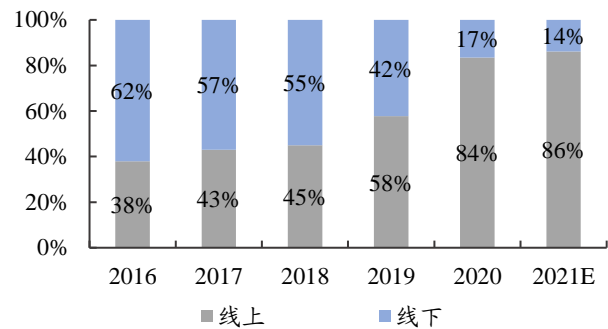
跨境电商品牌线上竞争激烈，线下&高端市场仍为蓝海。当前便携储能市场仍处于发展初期，市场集中度仍在持续提升，尾部空间达 50%。从渠道结构来看，目前市场头部玩家以跨境电商模式为主，受益疫情期间海外户外消费高增，快速占领线上份额，亚马逊平台 CR3 已达 60%，线下渠道布局相对薄弱。从产品结构来看，当前线上低端产品 asin 数远高于中高端，市场竞争相对激烈；高端产品销售占比逐渐提升，产品数量相对较少，具有较大市场机会。

图 43. 全球便携储能行业 CR5 约 50%



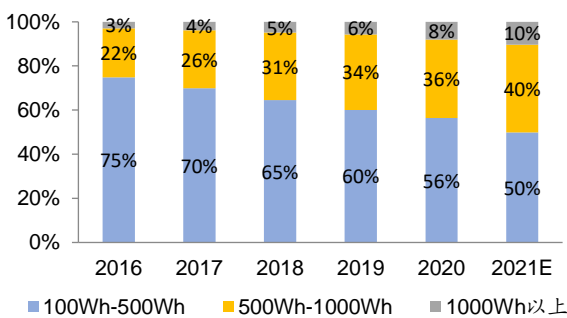
数据来源：中国化学与物理电源行业协会，财通证券研究所

图 44. 疫后跨境电商企业带动线上份额快速提升



数据来源：中国化学与物理电源行业协会，财通证券研究所

图 45. 中高容量便携储能产品市占率持续提升



数据来源：中国化学与物理电源行业协会，财通证券研究所

图 46. 亚马逊低端竞争激烈，高端仍有增量空间

	Asin 数 (个)	销售额 (万美元/月)	市场容量占 比 (%)
高端价位 \$1320-1920	7	209	17.74%
中端价位 \$480-800	16	133	11.29%
低端价位 \$120-400	58	435	29.43%

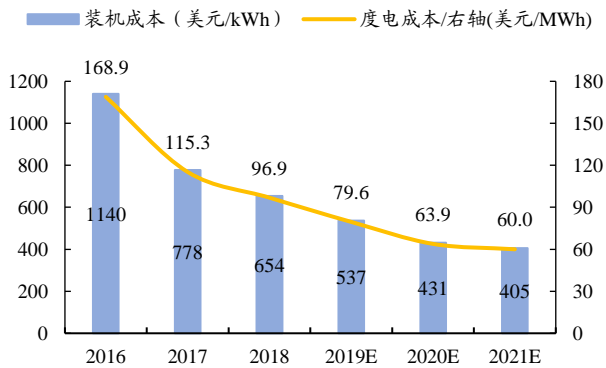
数据来源：浩方集团，亚马逊，财通证券研究所（2022 年 5 月数据）

线下渠道优势、叠加线上渠道拓展，公司有望快速占领市场份额。公司在欧美地区线下渠道布局完善，与家得宝、劳氏、沃尔玛等大型 KA 有长期合作历史，叠加并购欧洲本土销售团队，公司有望从线下消费场景出发实现份额突破。此外，近年来公司持续加强线上 2C 渠道建设，2021 年公司跨境电商收入超 1 亿美元（约合 6.38 亿元），营收占比 5.8% 以上，占公司 OBM 比例 16.6% 以上，

#### 4.2. 家用储能：多因素催化需求爆发，强供应链为竞争关键

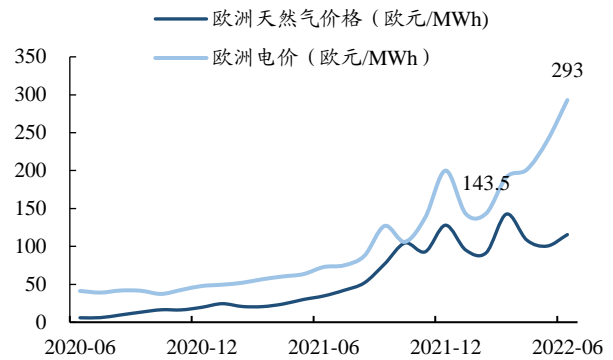
家用储能购买单价高、使用期间长，具备一定投资属性；伴随产品成本持续下降，海外户用储能刚需属性凸显。根据彭博新能源财经（BNEF）数据，一套完整安装的 14KWh 户用储能系统的基准资本成本在 2021 年下降至 405 美元。按户均一套计算，假设每天充放电一次，在 2021 年末德国电价水平下，投资回收期仅 5.3 年，且安装成本每下降 10%，投资回收期也将缩短 10%。

图 47. 家用储能投资成本持续下降



数据来源：彭博新能源财经（BNEF），财通证券研究所

图 48. 能源危机下欧洲天然气及电价高速上涨



数据来源：欧洲能源交易所，世界银行，财通证券研究所

表 8. 2021 年末电价水平下，德国户储安装回收期已缩短至五年

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
单套装机成本（美元）	15960	10892	9156	7518	6034	5670	5103
年发电量（KWh）*	3449	3449	3449	3449	3449	3449	3449
电价（美元/KWh）	0.338	0.338	0.338	0.338	0.338	0.338	0.338
维护费用（美元）	100	100	100	100	100	100	100
年收益（美元）	1065.85	1065.85	1065.85	1065.85	1065.85	1065.85	1065.85
年收益率（%）	6.68%	9.79%	11.64%	14.18%	17.66%	18.80%	20.89%
回本期（年）	15.0	10.2	8.6	7.1	5.7	5.3	4.8

数据来源：BNEF，派能科技招股书，财通证券研究所（\*假设放电深度 75%，能量转换效率 90%，电价截至 2021/12）

能源危机、电价上涨，2022 年欧美户储需求爆发，进一步助推消费者购买决策。

根据 2021 年末欧美主要国家电价水平，我们测算安装户用储能后，平均 5 年左右能够实现成本回收。受激进的能源转型政策及俄乌冲突等影响，2022 年欧美各国电价大幅上涨，短期背景下户储投资回收期有望进一步缩短至 3 年左右，居民消费动力大幅提升。

表 9. 德国、英国、西班牙等西欧国家安装户储短期内经济效益凸显

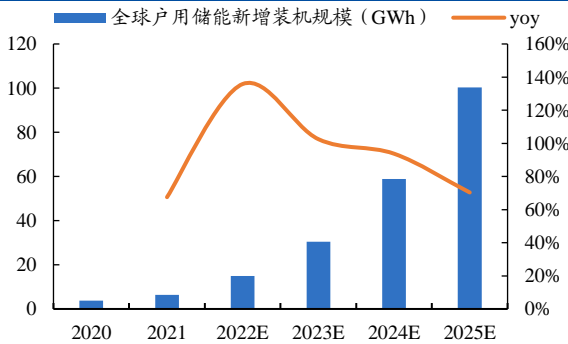
国家	德国	英国	西班牙	意大利	法国	美国	中国
装机成本（美元）	5607	5607	5607	5607	5607	5607	5607
年发电量（KWh）*	3449	3449	3449	3449	3449	3449	3449
电价（美元/KWh）	0.338	0.325	0.323	0.242	0.186	0.162	0.079
维护费用（美元）	100	100	100	100	100	100	100
年收益（美元）	1065.85	1021.01	1014.11	734.72	541.56	458.78	172.49
回本期（年）	5.3	5.5	5.5	7.6	10.4	12.2	32.5

数据来源：BNEF，派能科技招股书，财通证券研究所（\*假设放电深度 75%，能量转换效率 90%，电价截至 2021/12）

当前户储渗透率较低，市场规模主要受供应端制约。根据 GGII 数据，2022 年全球户储装机约为 15GWh，估算渗透率仅为 1.6%；预计 2025 年将达到 100Gwh，CAGR 达 88.4%，则渗透率有望达 10%。

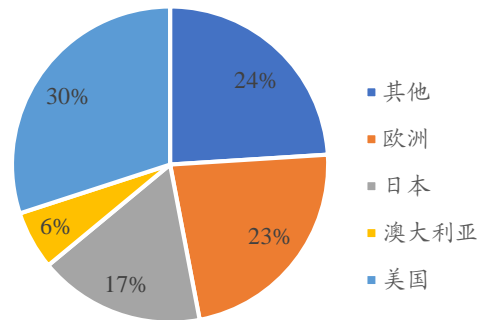
(以美国为例,在 1kWh 安装成本 405 美元、单台 14kWh 系统安装成本 5670 美元的条件下,假设每户家庭可拿出一半储蓄用于安装户储系统,平均储蓄率 10%,则年收入 11.34 万美元以上的家庭有望安装户储设备,根据 DQYDJ 网站数据统计,11.34 美元年收入家庭位于全美 72%分位,则全美安装率有望达到 28%。)

图 49. 2022 或为全球户用储能爆发元年



数据来源: GGII, 财通证券研究所

图 50. 2021 欧美地区户储需求全球占比过半



数据来源: GGII, 财通证券研究所

表 10. 在潜在市场空间下,当前户储市场规模远未达上限

	家庭数 (万户)	人均年收入 (万美元)	潜在安装率	整体安装规模 (GWh)	市场规模(亿美元)
美国	12680	5.33	28%	497.1	2013
德国	4200	3.84	30%	176.4	714
英国	2643	3.62	28%	104.6	424
法国	2548	3.18	25%	88.6	359
意大利	2414	2.60	14%	46.2	187
西班牙	1893	2.25	18%	46.6	189
合计				959	3886

数据来源: 联合国人口司, 世界银行, 派能科技招股书, 财通证券研究所 (2022 年数据, 假设户均安装规格 14kwh, 单台安装成本 5670 美元)

公司上下游供应链能力突出,有望快速填补市场空白。目前, Tesla、LG Chem 等头部企业主要采用连锁直营、代理分销等方式, 家得宝、劳氏等大型家居建材商超亟需补充户储供应商。目前, 公司已取得某大型连锁建材渠道储能 ODM 订单, 22 年、23 年每年采购金额不少于 2000 万美元 (约合 1.42 亿元)。

- 渠道端: 户储产品具有高单价、高售后、高体验的特点, 因此下游渠道合作有三大门槛: 1) 品牌影响力; 2) 资金实力; 3) 本土化服务。公司现金流充裕, 在工具品类方面与连锁商超长期合作, 同时具备全球供应链+欧美本土毛细渠道优势, 具备较强产品后期运维 (MRO) 能力, 有望快速完成渠道搭建, 取得先发优势。
- 产能端: 公司于杭州投资设立孙公司巨星新能布局储能产线, 一期规划家用储能产品产能 1Gwh, 预计终端销售额超 4 亿美元; 未来公司将进一步依据订单和发展情况扩产, 未来营收增量可期。



## 5. 财务分析：内生外延推动营收高增，盈利能力修复在望

### 5.1. 盈利能力：长期稳中有升，短期外部影响有望见底

2021 年公司实现营业收入 109.20 亿元（+27.80%），毛利率有所下降，主要系原材料价格、海运费和汇率波动所致，其中存储箱柜业务对海运费最为敏感，下降幅度较大。

**表 11. 公司分业务营收及毛利率情况（亿元）**

	2018	2019	2020	2021		21H1	22H1
<b>总营收</b>	59.35	66.25	85.44	109.20		44.30	62.34
毛利率	29.44%	32.59%	30.64%	25.12%		29.19%	24.40%
<b>手工具</b>	48.84	51.06	57.23	65.41	<b>手工具&amp;储存箱柜</b>	38.63	48.60
毛利率	28.76%	31.18%	27.75%	27.89%		29.45%	24.48%
收入占比	82.29%	77.06%	66.98%	59.90%		87.21%	78.21%
<b>存储箱柜</b>	5.60	9.65	9.39	23.71			
毛利率	36.55%	41.91%	33.56%	17.36%			
收入占比	9.43%	14.57%	10.99%	21.71%			
<b>动力工具</b>			1.84	10.21	<b>动力&amp;激光工具</b>	5.51	13.54
毛利率			28.04%	21.75%		27.30%	24.10%
收入占比			2.16%	9.35%		12.43%	21.72%
<b>激光测量仪器</b>	4.71	5.22	5.13	8.89			
毛利率	27.87%	29.15%	28.74%	27.02%			
收入占比	7.94%	7.88%	6.01%	8.14%			
<b>个人防护用品</b>			11.43	0.29			0.00
毛利率			31.55%	15.18%			
收入占比			13.37%	0.26%			
<b>其他业务收入</b>	0.21	0.32	0.42	0.70			0.20
毛利率	34.13%	31.84%	52.68%	58.81%			76.65%
收入占比	0.35%	0.48%	0.49%	0.64%			0.33%

数据来源：公司年报，财通证券研究所（2022 年起公司变更营收拆分口径，将手工具与储存箱柜合并、动力工具与激光工具合并）

费用端整体稳定，关注汇率优化。公司费用率维持在 16% 左右，2021 年费用率下降主要为当年人民币汇率波动导致汇兑损益降低。

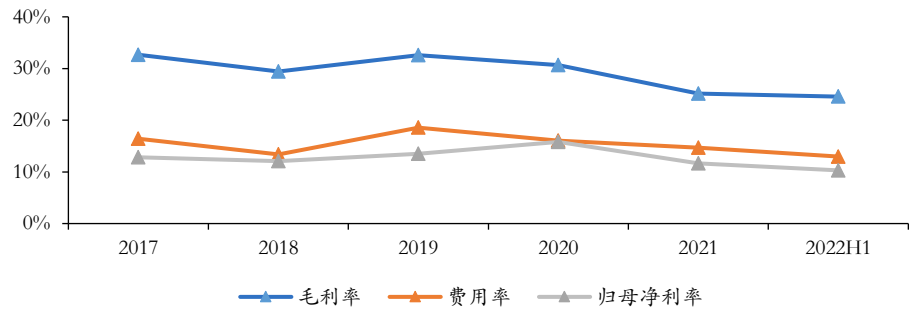
**表 12. 公司费用率情况（亿元）**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
<b>总费用</b>	7.03	7.95	12.29	13.70	16.02	8.08
总费用率	16.42%	13.40%	18.56%	16.03%	14.67%	12.96%
<b>销售费用</b>	2.42	4.21	5.87	4.58	5.93	3.44
销售费用率	5.64%	7.09%	8.86%	5.36%	5.43%	5.52%
<b>管理费用</b>	2.19	3.12	4.78	5.53	6.35	3.68
管理费用率	5.10%	5.25%	7.21%	6.47%	5.81%	5.90%
<b>研发费用</b>	1.27	2.07	2.04	2.45	3.10	1.50
研发费用率	2.96%	3.49%	3.08%	2.87%	2.84%	2.40%
<b>财务费用</b>	1.16	-1.44	-0.39	1.14	0.65	-0.53
财务费用率	2.72%	-2.42%	-0.59%	1.33%	0.59%	-0.86%

数据来源：公司年报，财通证券研究所

盈利能力长期稳中有升，短期主要受外部因素影响。2021 年公司净利率下降明显，主要与原材料价格上涨、海运费增加以及人民币升值有关。

图 51. 公司净利率情况



数据来源：公司公告，财通证券研究所

表 13. 公司 ROE 情况与杜邦分析

	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
ROE	9.49%	11.21%	12.54%	16.67%	12.70%	5.81%
净利率 (%)	12.99%	12.39%	13.64%	15.97%	11.88%	10.57%
总资产周转率	0.57	0.69	0.65	0.69	0.70	0.35
权益乘数	1.30	1.36	1.46	1.51	1.60	1.58

数据来源：wind，财通证券研究所

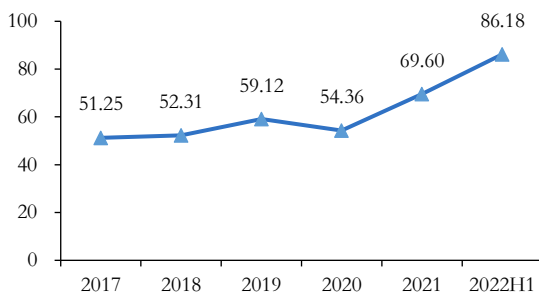
综合来看，随公司自主品牌战略实施以及新品类的扩展，公司营业收入始终保持上升态势，盈利能力在 2021 年出现下滑，主要系原材料价格与海运费上涨所致。我们预计随原材料价格与海运费回落，公司盈利能力将得到修复与进一步增强。

## 5.2. 营运能力：供应链紧张致使存货提升，应收账款周转加速

存货周转方面，2021 年公司存货周转天数为 92.95 天，同比增长较大，主要系境外子公司产品备货增加，以应对原材料、海运费上涨以及疫情期间供应链阻塞影响。

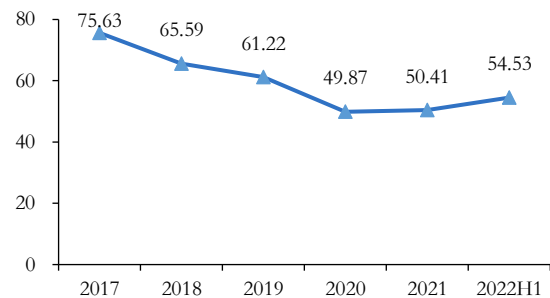
应收账款方面，公司应收账款周转天数逐年减少，主要系公司通过与银行等金融结构合作，加快了应收账款的回流；2021 年应收账款增加系合并子公司报备短期影响所致。

图 52. 存货周转天数



数据来源：公司年报，财通证券研究所

图 53. 应收账款周转天数



数据来源：公司年报，财通证券研究所

## 6. 盈利预测与估值

### 6.1. 盈利预测：手工具主业品牌力深化，新品类拓展增速亮眼

我们预计公司未来三年营收 CAGR 约 24%，净利润 CAGR 约 21%，分品类拆分情况如下：

- **手工具&储存箱柜：**随泰国新基地与越南二期产能逐渐释放，叠加疫情后周期欧美消费级手工具需求恢复正常，手工具销量有望维持稳定增长。我们预计 2022-2024 年对应收入分别为 73.26/82.78/91.89 亿元。

储存箱柜方面，购后整合协同效用发挥，预计 2022 年 Geelong 有望扭亏为盈，并实现 30%+收入增长；但受存储箱柜市场规模有限所制，我们预计公司市占率进一步难度加大，因此预计 23 年后增速略有放缓。预计箱柜业务 2022-2024 年收入分别为 35.79/41.00/46.04 亿元。

- **动力工具&激光测距工具：**预计 2022 年气动品牌 BEA 并购整合效果逐步显现，有望扭亏为盈，并实现收入 30%+增长，同时动力工具作为公司新拓展品类，低基数下预计将保持中高速增长。基于此，我们假设动力工具保持 CAGR 约 55%的增速，对应收入 19.05/27.21/37.94 亿元。

激光测量仪器：受下游合作情况影响，激光业务营收波动较大，预计随未来下游应用场景拓展，盈利能力有所提升；我们给予 15%左右的中枢增长率，对应 2022-2024 年收入为 10.23/11.81/13.70 亿元。

- **便携&户用储能：**公司在便携储能产品目前已有新品推出，并取得了海外大型家装商超渠道认可，2022 取得采购订单 2000 万美元（约 1.4 亿元）以上，预计主要为满足渠道试销与年末消费旺季需求，23 年订单常态化后销售额有望实现翻倍增长；户储产品目前仍在产品研发与产能布局阶段，2022 年 9 月公司计划建设的 1Gwh 产能或将在 2 年内部分落成投产，我们预计至 2024 年，公司户储销售额有望达 1 亿美元左右规模。基于此，我们预计未来三年公司储能业务收入分别为 1.47/7.64/16.95 亿元。
- **其它业务：**其中个人防护用品主要系公司为应对海外疫情而生产的防疫物资，随疫情缓解，预计公司将逐渐减少相关生产；其余业务收入主要为材料销售，预期按照往年增速继续保持增长。

公司毛利率受原材料、汇率、海运价格等外部因素影响较大，22H1 毛利率为

24.6%，同比下滑 4.7pct。我们认为未来：1）外部因素方面，2022 年 7 月起海运费已进入同比下滑区间，预计至 2022 年底有望回归至疫情前正常水平、叠加 22Q2 起人民币进入贬值周期，有望带来较大幅度的成本端优化；2）内部因素方面，伴随公司并购协同作用持续扩大、及品牌化战略的实施，工具类产品盈利能力有望持续提升；同时家庭储能产品作为公司的新兴增量业务，毛利率高于传统业务。因此，我们预计 2022-2024 年公司整体毛利率分别为 25.4%/27.1%/29.5%。

**表 14. 巨星科技收入拆分及毛利率预测（百万元）**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营收	8544.44	10919.68	14102.55	17191.35	20841.02
YOY	28.96%	27.80%	29.15%	21.90%	21.23%
毛利率	30.64%	25.12%	25.44%	27.11%	29.49%
手工具	5722.72	6540.83	7325.73	8278.08	9188.67
YOY	12.08%	14.30%	12.00%	13.00%	11.00%
毛利率	27.75%	27.89%	27.50%	27.82%	28.00%
激光测量仪器	513.23	888.59	1023.24	1181.48	1369.70
YOY	-1.75%	73.13%	15.15%	15.46%	15.93%
毛利率	28.74%	27.02%	27.50%	27.26%	27.30%
存储箱柜	939.42	2370.72	3579.37	4100.27	4603.90
YOY	-2.68%	152.36%	50.98%	14.55%	12.28%
毛利率	33.56%	17.36%	19.86%	25.46%	26.00%
动力工具	184.39	1021.10	1904.74	2721.15	3793.83
YOY	--	453.77%	86.54%	42.86%	39.42%
毛利率	28.04%	21.75%	24.89%	25.30%	25.50%
家庭储能	--	--	147.00	764.40	1695.16
YOY	--	--	--	420.00%	121.76%
毛利率	--	--	31.00%	33.00%	32.26%
个人防护用品	1,142.57	28.69	14.34	0.00	0.00
YOY	--	-97.49%	-50.00%	-100.00%	0.00%
毛利率	--	15.18%	15.00%	--	--
其他业务收入	42.11	69.76	108.12	145.97	189.76
YOY	31.33%	65.64%	55.00%	35.00%	30.00%
毛利率	52.68%	58.81%	55.00%	35.00%	30.00%

数据来源：公司年报，财通证券研究所

盈利预测：综上，我们预计 22-24 年公司营收分别为 141.03/171.91/208.41 亿元，同比增长 29.2%/21.9%/21.2%；归母净利润分别为 14.5/17.4/22.7 亿元，同比增长 14.5%/19.4%/30.9%；EPS 分别为 1.27/1.52/1.99 元。

## 6.2. 估值：市盈率低于可比公司

可比公司选择：我们认为泉峰控股、创科实业为 OPE 行业领导者，与公司品类

拓展战略方面也有所相似；大叶股份为国内知名 ODM 工具厂商，在产品和生产模式上与公司有所重合；而安克创新与公司同处储能高成长赛道，享受估值红利，因此选为可比公司。

巨星科技当前市值对应市盈率分别为 15X/13X/10X，略低于可比公司平均值。考虑中国企业在成长赛道中的供给端优势，叠加巨星科技在品牌&渠道方面的协同效应持续发挥，预期未来营收能有所突破，给予“增持”评级。

**表 15. 可比公司估值**

代码	公司	市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE				
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
2285.HK	泉峰控股	139.88	10.26	11.12	14.98	21.87	13.63	12.58	9.34	6.40	
0669.HK	创科实业	1,334.95	78.03	86.38	99.37	120.97	17.11	15.46	13.43	11.04	
300879.SZ	大叶股份	27.38	0.56	1.45	2.28	3.22	49.31	18.91	12.01	8.51	
300866.SZ	安克创新	225.36	9.82	12.19	14.69	17.66	22.96	18.49	15.35	12.76	
			平均数					25.75	16.36	12.53	9.68
002444.SZ	巨星科技	217.25	12.70	14.54	17.35	22.72	18.36	14.95	12.52	9.56	

数据来源：wind，财通证券研究所（9月30日收盘价，可比公司为 Wind 一致预测；1 港元=0.9044 人民币；1 美元=7.0998 人民币。）

## 7. 风险提示

**并购整合效果不及预期：**公司预计未来将持续并购战略，并持续产生较高商誉无形资产，若并购资产在产品、品牌、渠道方面的整合效果不及预期，商誉减值或将影响公司未来业绩；

**新拓展行业竞争加剧：**公司目前积极拓展动力工具、家庭储能等成长型赛道，行业进入者增多或将影响公司业务增速与盈利能力；

**国际局势波动加剧：**公司目前已形成了全球产能布局，但核心生产基地仍位于亚太地区，若国际政治冲突加剧，关税等贸易保护措施或将影响公司海外业务开展。



**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>14103</b>	<b>17191</b>	<b>20841</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	5927	8176	10514	12531	14695	营业收入增长率	29%	28%	29%	22%	21%
营业税费	27	36	49	60	73	营业利润增长率	45%	-9%	15%	19%	32%
销售费用	458	593	879	1182	1653	净利润增长率	51%	-6%	14%	19%	31%
管理费用	501	686	859	1140	1367	EBITDA 增长率	42%	-9%	27%	23%	31%
研发费用	245	310	469	622	804	EBIT 增长率	48%	-19%	27%	24%	35%
财务费用	114	65	112	120	122	NOPLAT 增长率	49%	-18%	26%	24%	35%
资产减值损失	-93	-23	-131	-251	-371	投资资本增长率	24%	21%	10%	19%	11%
<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%	14%	14%	16%
投资和汇兑收益	297	370	423	516	625	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>1512</b>	<b>1378</b>	<b>1582</b>	<b>1887</b>	<b>2486</b>	毛利率	31%	25%	25%	27%	29%
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>1677</b>	<b>2002</b>	<b>2621</b>	净利润率	16%	12%	10%	10%	11%
减:所得税	200	161	201	240	314	EBITDA/营业收入	18%	13%	13%	13%	14%
<b>净利润</b>	<b>1350</b>	<b>1270</b>	<b>1454</b>	<b>1735</b>	<b>2272</b>	EBIT/营业收入	16%	10%	10%	10%	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	5444	6904	8698	固定资产周转天数	58	50	38	36	31
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>50</b>	<b>59</b>	<b>50</b>
应收帐款	1260	1798	2119	2561	2997	流动资产周转天数	305	321	287	293	289
应收票据	12	7	17	12	23	应收帐款周转天数	50	50	50	49	48
预付帐款	80	78	105	125	0	存货周转天数	78	93	90	80	85
存货	1386	2836	2421	3148	3791	总资产周转天数	523	511	466	437	414
其他流动资产	147	194	214	234	254	投资资本周转天数	505	477	407	396	363
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	2474	2674	2904	ROA	10%	7%	8%	8%	9%
投资性房地产	0	127	127	127	127	ROIC	10%	7%	8%	8%	10%
固定资产	1348	1495	1466	1687	1749	<b>费用率</b>					
在建工程	166	114	185	199	174	销售费用率	5%	5%	6%	7%	8%
无形资产	608	671	746	821	896	管理费用率	6%	6%	6%	7%	7%
其他非流动资产	39	104	104	104	104	财务费用率	1%	1%	1%	1%	1%
<b>资产总额</b>	<b>13678</b>	<b>17307</b>	<b>19187</b>	<b>22509</b>	<b>25425</b>	三费/营业收入	13%	12%	13%	14%	15%
短期债务	1015	1807	1907	2007	2107	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	1168	1640	2156	2369	2938	资产负债率	34%	38%	36%	38%	36%
应付票据	25	52	124	225	429	负债权益比	51%	60%	56%	60%	55%
其他流动负债	0	3	2	1	0	流动比率	2.45	1.90	1.98	2.26	2.34
长期借款	510	1015	815	1315	1415	速动比率	1.90	1.29	1.49	1.68	1.76
其他非流动负债	0	0	0	0	0	利息保障倍数	19.57	18.46	8.11	8.64	10.42
<b>负债总额</b>	<b>4640</b>	<b>6494</b>	<b>6898</b>	<b>8458</b>	<b>9068</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>211</b>	<b>214</b>	<b>237</b>	<b>263</b>	<b>298</b>	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1075	1143	1141	1141	1141	分红比率					
留存收益	5677	6947	8450	10186	12457	股息收益率	0%	0%	0%	0%	0%
<b>股东权益</b>	<b>9037</b>	<b>10813</b>	<b>12289</b>	<b>14051</b>	<b>16357</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	1.27	1.52	1.99
净利润	1350	1270	1454	1735	2272	BVPS(元)	8.21	9.27	10.54	12.06	14.04
加:折旧和摊销	181	302	382	449	507	PE(X)	24.50	27.00	14.95	12.52	9.56
资产减值准备	122	67	131	251	371	PB(X)	3.79	3.29	1.80	1.58	1.35
公允价值变动损失	-32	24	0	0	0	P/FCF					
财务费用	166	112	173	202	226	P/S	3.91	3.19	1.54	1.26	1.04
投资收益	-297	-370	-423	-516	-625	EV/EBITDA	20.98	24.43	11.04	8.86	6.08
少数股东损益	14	27	22	26	35	CAGR(%)					
营运资金的变动	-748	-1398	380	-856	-54	PEG	0.48	—	1.03	0.65	0.31
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>771</b>	<b>19</b>	<b>2023</b>	<b>1177</b>	<b>2595</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-399</b>	<b>-1213</b>	<b>-388</b>	<b>-676</b>	<b>-346</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>1159</b>	<b>1531</b>	<b>-274</b>	<b>959</b>	<b>-455</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。