

工具行业深度：库存高点回落，静待北美需求复苏

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：陈玉卢

邮箱：chenyl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522090001

联系电话：

分析师：喇睿萌

邮箱：larm@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523120002

联系电话：

►工具需求和地产销售、贷款利率相关，年内降息预期落地望刺激需求。

美国五金工具名义支出同比增速滞后于房屋销售同比增速，目前房屋销量同比降幅持续收窄。当前时点，美国成屋销量、新屋销量分别于22年11月和23年1月达到底部位置，目前成屋销量同比增速降幅在24年1月已收窄至-2%，我们认为需求或已处于修复阶段。

美国房屋贷款利率与美国有效联邦基金利率高度相关，年内降息概率较大。联邦基金利率于23年7月达到高点5.33%，维持至今，住房利率于10月达到7-8%的高点，当前处于高位震荡。根据彭博，美国2024年CPI水平预计将由2023年的4.1%降至2.7%，通胀水平已从高位回落；美国失业率预期在2024年升至4.0%，目前市场隐含政策利率已经完成调整，表现出下降态势。

►渠道库存高点回落，终端零售拐点将近

工具相关零售商销额增速筑底、库存高位回落。零售商销额数据上，终端数据已处于底部位置；渠道库存上看，库存水平已较高点持续回落。北美零售渠道管理层库存态度向好。

2022H1，劳氏与家得宝库存仍增加，管理层对此表述较为客观中性。2022H2后主动去库卓见成效，劳氏与家得宝管理层均表示积极态度，至2023Q4，家得宝管理层已表示目前库存水平“in a great position”。

►全球工具龙头估值已先行修复

创科实业、史丹利百得23年H2环比表现较好，估值已修复至历史中枢附近。经营业绩上，创科实业23年H2收入同比转正，库存较去年减少9.87亿美元；史丹利百得23年H2降幅收窄，毛利率环比提高。估值上，根据彭博市盈率数据，2018至今史丹利百得和创科实业市盈率均值分别为16、24倍，当前二者周度市盈率（2024年3月22日）分别为19、24倍，估值水平已修复至中枢附近。对比内资，巨星科技和泉峰控股2018至今（泉峰控股于2021年12月上市）市盈率均值为18、14倍，当前二者周度市盈率（2024年3月22日）分别为18、9倍。

►投资建议：

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

我们认为 2024 年工具行业下游需求望持续复苏，OPE 行业锂电化趋势明确，建议关注全球工具龙头创科实业、OPE 头部供应商泉峰控股和国内手工具 ODM 转型 OBM 供应商的巨星科技。

其中，创科实业我们预计在 2024-2025 年有望受益工具渠道库高点回落和美国地产复苏、需求修复下，公司收入和利润将重回增长通道，同时高端品牌占比提升望带动盈利能力持续提升。我们预计 2024-2026 年公司收入为 149、164、182 亿美元，归母净利润为 11.4、13.2、15.6 亿美元，对应 EPS 分别 0.62、0.72、0.85 美元，以 2024 年 3 月 20 日收盘价 101.3 港元计算（汇率采用 1 港元 = 0.13 美元），对应 PE 分别为 21/18/15 倍，可比公司 24 年估值为 15 倍，考虑到创科实业渠道深度绑定、品牌布局全面，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

下游需求不及预期、行业竞争加剧、订单获取不及预期、上游原材料成本波动等风险、海运运费上涨以及港口堵塞造成货物交付不及时风险、新技术迭代风险、行业空间测算偏差、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

重点公司													
股票	股票	收 盘 价	投 资	EPS (元)					P/E				
代 码	名 称	(元)	评 级	2023A	2023E	2024E	2025E	2026E	2023A	2023E	2024E	2025E	2026E
0669.H K	创科实业	13.17	增持	0.53		0.62	0.72	0.85	25		21	18	15
2285.H K	泉峰控股	2.20	买入		0.06	0.20	0.31			37	11	7	
002444.SZ	巨星科技	23.0	买入		1.48	1.68	2.01			16	14	11	

资料来源：wind，华西证券研究所；注收盘价取自 3 月 20 日，泉峰控股、创科实业单位为美元，巨星科技单位为人民币；

正文目录

1. 工具需求和地产销售、贷款利率相关，年内降息预期落地望刺激需求.....	4
1.1. 贷款利率高位震荡，住房销售数据降幅收窄.....	4
1.2. 美国通胀持续下行，市场降息预期明确.....	5
2. 渠道库存高点回落，终端零售拐点将近.....	7
2.1. 美国零售终端和库存数据呈边际向好.....	7
2.2. 头部零售商去库存效果较好.....	7
3. 全球工具龙头估值已先行修复.....	9
3.1. 全球工具龙头 23 年环比持续改善.....	9
3.2. 全球工具龙头估值已先行修复至中枢水平.....	9
4. 投资建议：.....	10
4.1. 巨星科技：工具龙头持续突破成长边界.....	10
4.2. 泉峰控股：全球锂电 OPE 先驱，望受益锂电化政策.....	12
4.3. 创科实业：23 年 H2 收入转正，估值先行修复.....	14
风险提示.....	18

图表目录

图 1 美国消费者工具相关名义支出和美国成屋、新屋销售同比增速.....	4
图 2 美国成屋和新屋销售同比增速.....	5
图 3 美国 15 年和 30 年期抵押贷款固定利率.....	5
图 4 美国：有效联邦基金利率 (EFFR) (日).....	5
图 5 美国近 5 年 CPI 及预期.....	6
图 6 美国近 5 年失业率及预期.....	6
图 7 美国市场隐含政策利率.....	6
图 8 2000 年至今美联储基准利率.....	6
图 9 美国：零售和食品服务销售额：建筑材料、园林设备及物料店：季调-同比增速.....	7
图 10 美国：零售库存销售比：建筑材料、园林设备和物料店：季调.....	7
图 11 2018-2023 年创科实业半年度营业收入、净利润情况.....	9
图 12 2021-2023 年史丹利百得季度营业收入、净利润情况.....	9
图 13 全球工具龙头估值水平.....	10
图 14 公司前 5 大客户占年度销售总额比例变化.....	11
图 15 2019 年公司前 5 大客户及销售总额占比.....	11
图 16 自有品牌占营收比重变化.....	12
图 17 2020-2023 年上半年公司收入结构.....	12
图 18 泉峰控股收入、利润情况.....	12
图 19 2018-2023 年 H1 公司收入结构.....	12
图 20 2018-2021 年 H1 公司 OBM 业务各品牌收入占比.....	13
图 21 2019-2021 年 H1 各个品牌收入同比增速.....	13
图 22 公司 OBM 模式、EGO 品牌收入规模和占比.....	14
图 23 按产品类别/终端用户划分毛利率.....	14
图 24 创科实业旗下品牌.....	14
图 25 2018-2023 年公司营业收入、净利润情况.....	15
图 26 2019-2023 年公司与 MILWAUKEE 营收同比增速.....	15
图 27 MILWAUKEE 具体产品.....	15
图 28 RYOBI 具体产品.....	15
图 29 创科实业前五大客户与最大客户营收占比.....	16
图 30 创科实业盈利预测与估值（单位：美元）.....	16
图 31 可比估值.....	17
图 32 创科实业财务报表和主要财务比率（单位：美元）.....	17
表 1 劳氏与家得宝 2022、2023 年管理层经营讨论分析节选.....	8

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

1.工具需求和地产销售、贷款利率相关，年内降息预期落地 望刺激需求

1.1.贷款利率高位震荡，住房销售数据降幅收窄

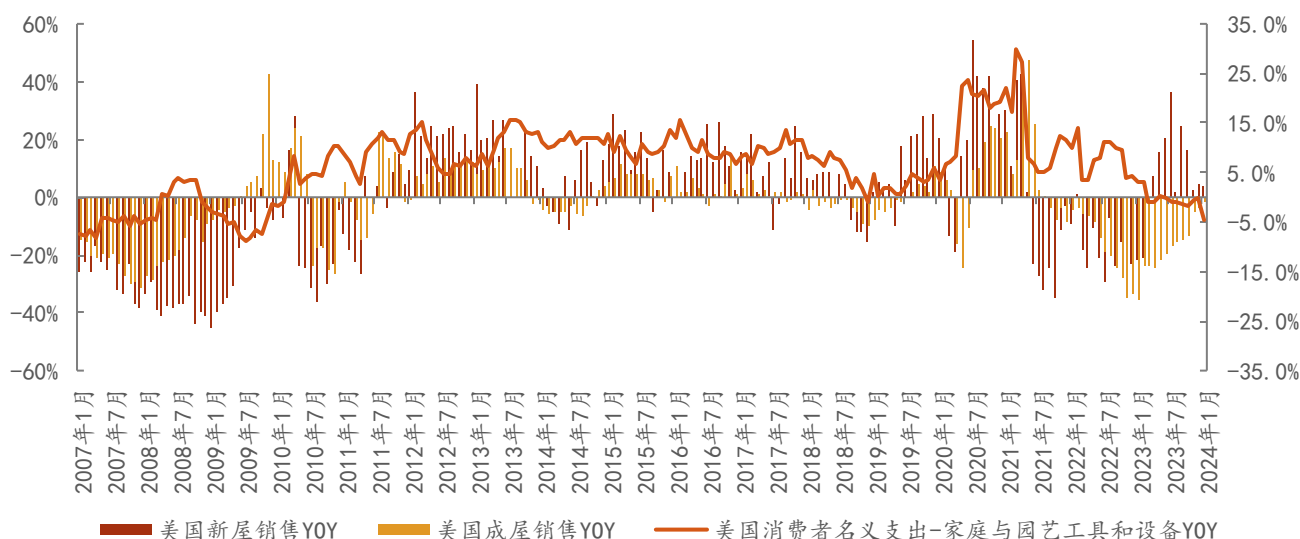
动力工具主要满足家庭建筑等维修维护需求。根据巨星科技年报，工具五金产品主要用于家庭住宅维护、建筑工程、车辆维修养护、地图测量测绘等领域，其中家庭建筑及其相关维修维护产业是最重要也是占比最高的应用渠道。

户外动力设备主要满足园林维护需求，人口增长和收入提升推动需求增长。根据弗若斯特沙利文报告，户外动力设备(OPE)产品可以广义地定义为主要用于草坪、花园或庭院维护的工具或设备。根据大叶股份公司年报，人口增长和居民个人收入提升是推动 OPE 市场增长的主要动力。

美国五金工具名义支出同比增速表现滞后于房屋销售同比增速数据，目前房屋销量同比降幅持续收窄。根据彭博数据和 wind 数据，美国成屋、新屋销售同比增速自 21 年约 Q2\Q3 进入同比下滑阶段，美国消费者五金工具相关名义支出表现相对滞后，于 22 年中同比增速放缓，2023 年 3 月进入同比下滑阶段，目前增速表现处于底部位置。

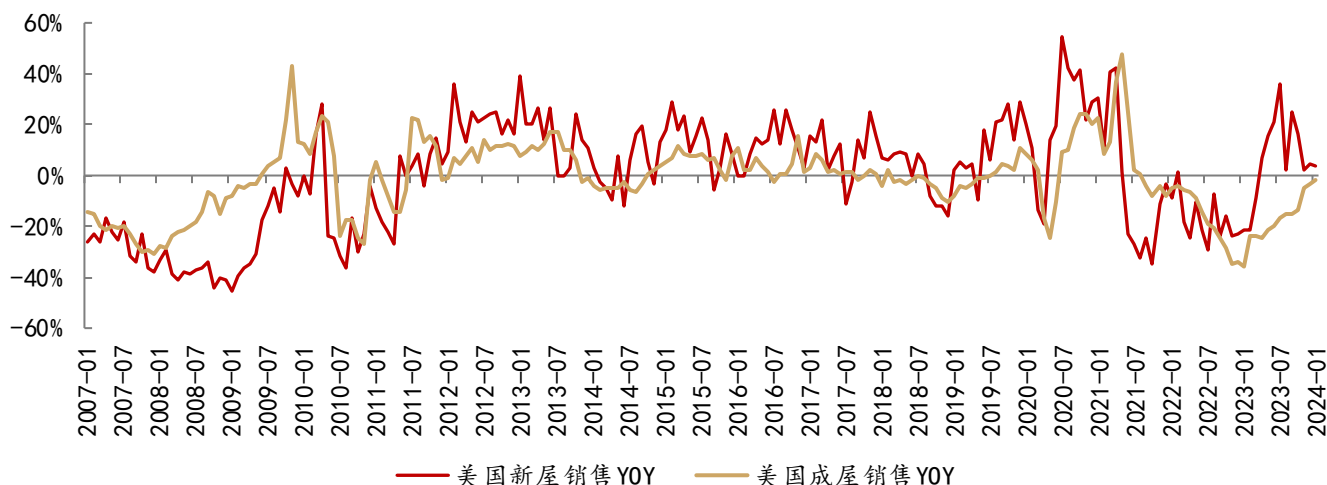
当前时点，美国成屋销量、新屋销量分别于 22 年 H2 和 23 年 1 月达到底部位置，目前成屋销量同比增速降幅在 24 年 1 月已收窄至-2%，我们认为需求或已处于修复阶段。

图 1 美国消费者工具相关名义支出和美国成屋、新屋销售同比增速



资料来源：彭博，，华西证券研究所

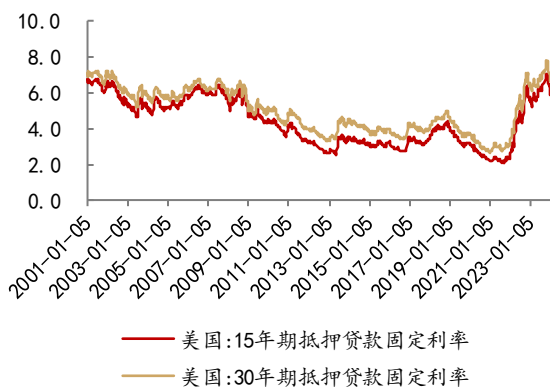
图 2 美国成屋和新屋销售同比增速



资料来源：，华西证券研究所

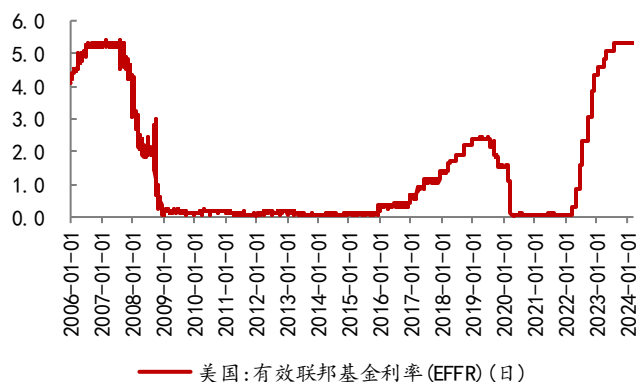
美国房屋贷款利率与美国有效联邦基金利率高度相关，目前处于高位。根据wind数据，美国住房利率与联邦基金利率同步于22年初开始快速攀升，同期，房屋销量同比增速于22年高点回落。联邦基金利率于23年7月达到高点5.33%，维持至今，住房利率于10月达到7-8%的高点，当前处于高位震荡。

图 3 美国 15 年和 30 年期抵押贷款固定利率



资料来源：，华西证券研究所

图 4 美国:有效联邦基金利率(EFFR)(日)

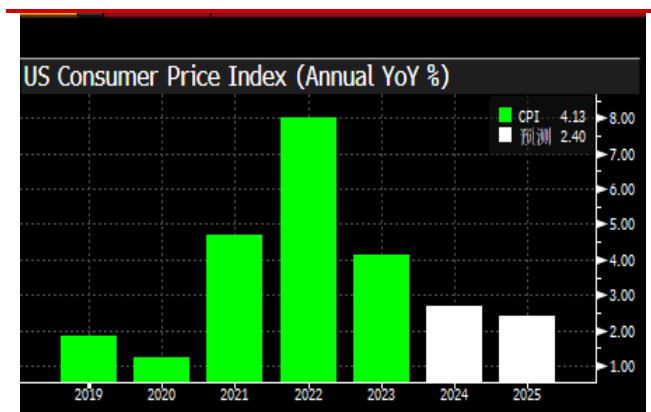


资料来源：，华西证券研究所

1.2.美国通胀持续下行，市场降息预期明确

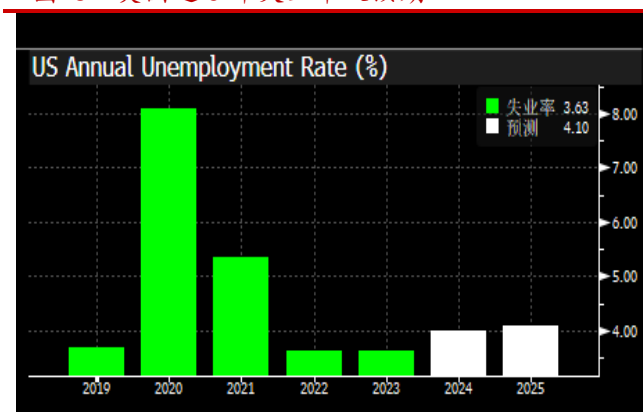
美国通胀趋于温和，失业率预期提升，降息可能性提高。根据彭博，美国2024年CPI水平预计将由2023年的4.1%降至2.7%，通胀水平已从高位回落。美国失业率预期在2024年升至4.0%，我们认为美国当前宏观环境或已为后续降息政策提供一定支撑。

图 5 美国近 5 年 CPI 及预期



资料来源：Bloomberg，华西证券研究所

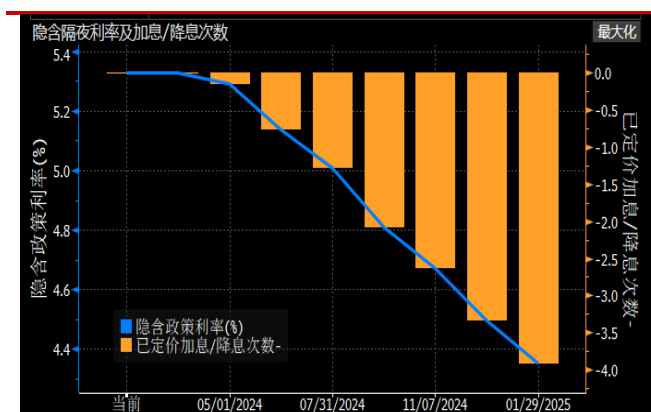
图 6 美国近 5 年失业率及预期



资料来源：Bloomberg，华西证券研究所

市场降息预期明确，美联储若年内降息或刺激购房需求。根据彭博，目前市场隐含政策利率已经完成调整，表现出下降态势。上两次的隐含政策利率扭转分别是 2018 年末至 2019 年初由上升趋势扭转为下降趋势和 2020 年末至 2021 年初由下降趋势扭转为上升趋势。而在这两次隐含政策利率的扭转发生后，美国联邦基金利率各发生较大幅度下降与上升。因此，我们认为隐含政策利率对美联储基准利率有较强预测能力，2024 年年内美联储降息概率或较高，降息或有助于释放购房需求。

图 7 美国市场隐含政策利率



资料来源：Bloomberg，华西证券研究所

图 8 2000 年至今美联储基准利率



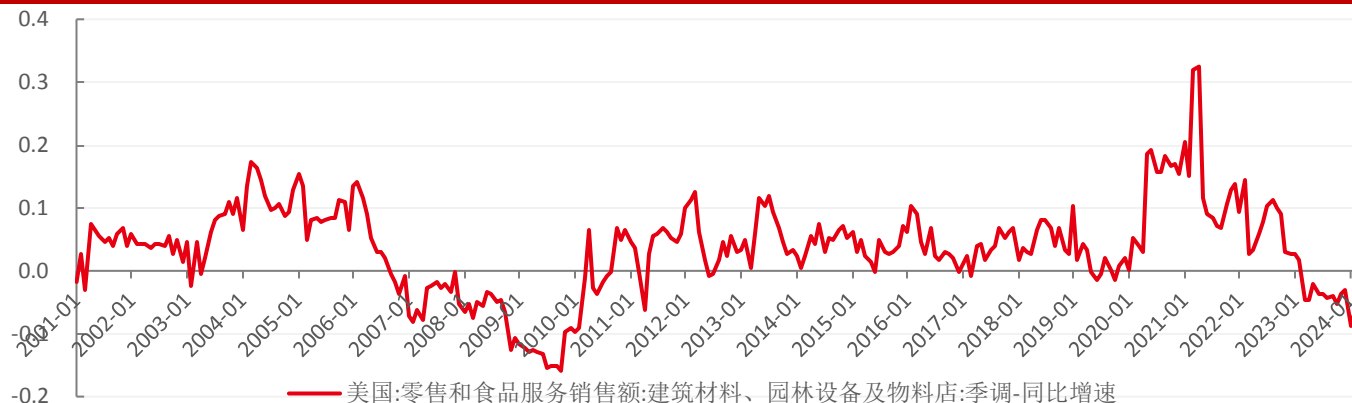
资料来源：Bloomberg，华西证券研究所

2.渠道库存高点回落，终端零售拐点将近

2.1.美国零售终端和库存数据呈边际向好

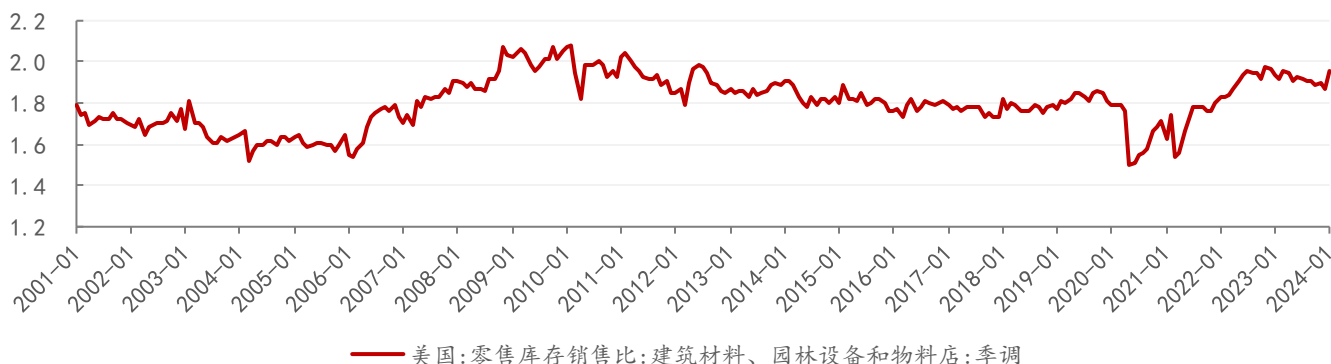
工具相关零售商销额增速筑底、库存高位回落。零售商销额数据上，终端数据已处于底部位置；渠道库存上看，库存水平已较高点回落。

图 9 美国:零售和食品服务销售额:建筑材料、园林设备及物料店:季调-同比增速



资料来源：，华西证券研究所

图 10 美国:零售库存销售比:建筑材料、园林设备和物料店:季调



资料来源：，华西证券研究所

2.2.头部零售商去库存效果较好

2022 年已出现主动去库趋势。以劳氏为例，2022Q1 公司管理层已预期对部分业务进行库存优化，2022Q2 至 Q4 公司均增加对 Pro 业务投资，不断优化库存结构。

2023 年后去库存已取得有效成果。以家得宝为例，2023Q2 至 Q4 管理层均表示库存状况有所改善，2023Q4 管理层对库存水平的表述为“our in-stocks are the best they have been in a number of years”。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

北美零售渠道管理层库存态度向好。2022H1，劳氏与家得宝库存仍增加，管理层对此表述较为客观中性。2022H2 后主动去库卓见成效，劳氏与家得宝管理层均表示积极态度，至 2023Q4，家得宝管理层已表示目前库存水平 “in a great position”。

表 1 劳氏与家得宝 2022、2023 年管理层经营讨论分析节选

单位：亿美元	2022Q1	2022H1	2022 年前三季度	2022 年全年	2023Q1	2023H1	2023 年前三季度	2023 年全年
劳氏净销售额（单季度）	236.59	274.76	234.79	224.45	223.47	249.56	204.71	186.02
劳氏商品库存	202.39	193.29	198.17	185.32	195.22	174.22	175.3	168.94
管理层描述	库存余额因通胀增加约 13pct，同时受到晚春影响	库存质量好于以往	库存增加系通胀和运费上涨，库存量与去年同期基本持平	库存增加系通胀影响，库存量相比去年已有所下降	库存减少系加拿大业务剔除以及美国业务量略降；SIMS 系统成熟，提高库存能见度与运营效率	下半年库存情况好于去年，美国库存同比减少 3pct	库存金额与单位下降，系库存采购与销售保持一致	库存比去年同期减少 16 亿美元，系高周转项目的投资，根据销售趋势补货
管理层预期	增加 Pro 战略投资，在油漆和电器方面进行库存优化	继续增加 Pro 投资，预期 Pro 销售表现优于 DIY	继续对 Pro 进行投资，尤其是高需求的 SKU；预期 Q4 库存增加，系春季提前订货与应对中国供应链的不确定性	增加 Pro 库存	重点关注降低降价风险的高周转项目，如 Pro 补库和慢速 SKU 去库	增加投资 Total Home		家装行业短期前景不明朗，但看好中长期前景；未来更加关注市场交付供应链设施工作
家得宝净销售额（单季度）	389.08	437.92	388.72	358.31	372.57	429.16	377.1	347.86
家得宝商品库存	252.97	260.88	257.19	248.86	253.71	232.65	228.05	209.76
管理层描述	库存增加主要由于晚春影响与通货膨胀；库存逐渐反映季节性	库存增加系产品成本上升、库存投资、全球供应链持续中断、对新供应链设施的投资以及部分春季季节性库存的结转	对健康的库存水平感到满意；库存增长系产品成本上升以及应对持续的全球供应链中断	库存增幅全年最小	销售额低于预期系不利天气等因素	库存大幅减少，库存状况优于过去几年，现货率持续改善	库存状况改善，供应链运作良好，季节性销售情况良好	库存情况近年来最佳
管理层预期		库存风险水平低，需要为下一季做准备		预计 2023 年供应链持续改善	预计需求进一步疲软且消费者需求模式不确定	现货库存好于疫情之前		增加 Pro 份额

资料来源：公司公告、华西证券研究所

3.全球工具龙头估值已先行修复

3.1.全球工具龙头 23 年环比持续改善

1、创科实业 23 年 H2 收入同比转正，库存较去年减少 9.87 亿美元：

根据公司 2023 年年报：

(1) 收入端：23 年销售收入实现 137 亿美元，2023 年 H1 同比下降 2.2%，H2 同比增长为 10.2%，主因 MILWAUKEE 品牌及消费者业务增长动力提升等因素。

(2) 费用端：销售及一般行政开支总额占销售额较 2022 年底上升 96 个基点，至 31.3%，主因去年投放了一次性的宣传资金，以带动合作伙伴的动销，并减少销售渠道的库存，令销售、分销及宣传费用上升 56 个基点。

(3) 库存端：较 2022 年底大幅削减 9.87 亿美元，H1 上半年减少达 5.04 亿美元及 H2 再减少 4.83 亿美元，2024 年及往后年度继续将库存日数缩短。

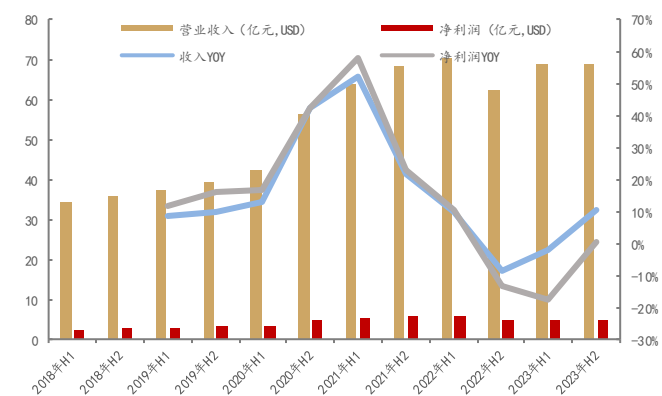
2、史丹利百得 23 年 H2 收入降幅收窄，毛利率环比提高：

根据公司 2023 年年报和

(1) 收入端：2023 年 Q1、Q2、Q3、Q4 分别同比-11.61%、-5.33%、-4.02%、-6.28%；

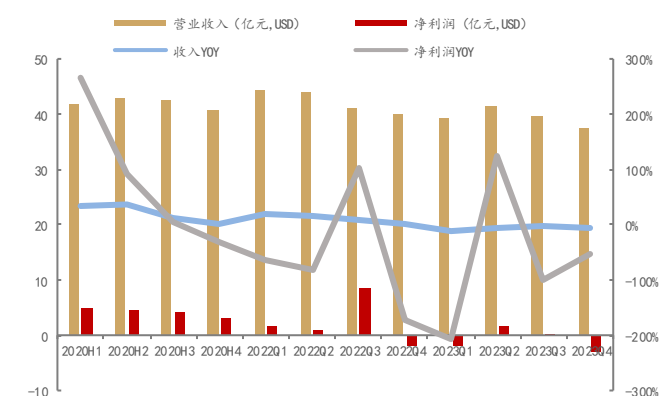
(2) 盈利端：毛利率在 2023 年每个季度环比都有所提高，第四季度调整后的毛利率接近 30%，同比增长了 10.3 个百分点，主因供应链转型节省了税前运行成本、全球供应链环境的改善以及史丹利百得为减少库存而采取的措施。

图 11 2018-2023 年创科实业半年度营业收入、净利润情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 12 2021-2023 年史丹利百得季度营业收入、净利润情况



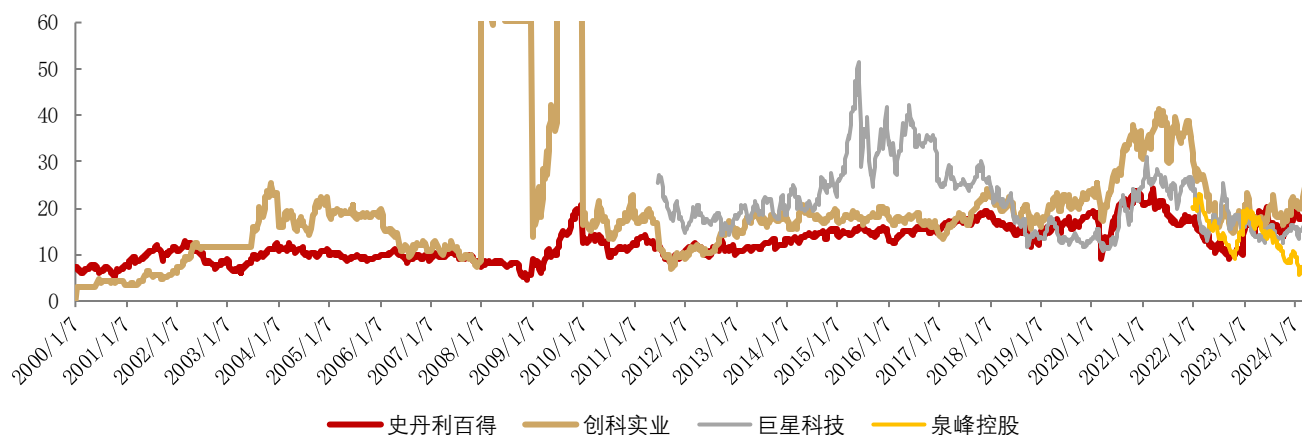
资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.2.全球工具龙头估值已先行修复至中枢水平

全球工具龙头估值水平已先行修复，泉峰相对仍处估值低位。根据彭博市盈率数据，2018 至今史丹利百得和创科实业市盈率均值分别为 16、24 倍，当前二者周度市盈率（2024 年 3 月 22 日）分别为 19、24 倍，估值水平已修复至中枢附近。对比

内资，巨星科技和泉峰控股 2018 至今（泉峰控股于 2021 年 12 月上市）市盈率均值为 18、14 倍，当前二者周度市盈率（2024 年 3 月 22 日）分别为 18、9 倍。

图 13 全球工具龙头估值水平



资料来源：彭博，华西证券研究所

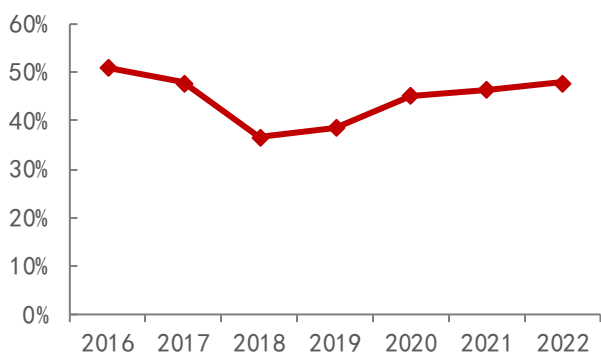
4.投资建议：

4.1.巨星科技：工具龙头持续突破成长边界

公司以 ODM 模式起家深耕手工具领域多年，为国内手工具龙头。根据公司年报，公司主要产品包括手工具及存储箱柜和动力工具、激光测量仪器及储能工具两大类，主要用于家庭住宅维护、建筑工程、车辆维修养护、地图测量测绘、家庭能源管理等领域。2016 年至 2022 年，公司营业收入、归母净利润 CAGR 增速分别 23.2%、14.8%。

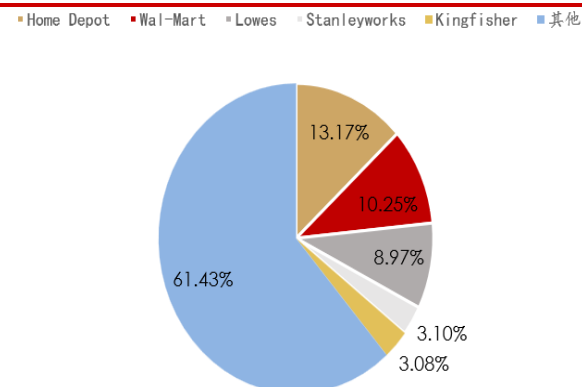
绑定优质渠道商，ODM 主业稳固。前五大客户收入占比约 50%，公司实现与大客户的深度绑定。根据公司公告，公司已成为美国国家得宝、沃尔玛、劳氏和欧洲 Kingfisher 等多家大型连锁超市最大的工具和储物柜供应商之一。

图 14 公司前 5 大客户占年度销售总额比例变化



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 15 2019 年公司前 5 大客户及销售总额占比



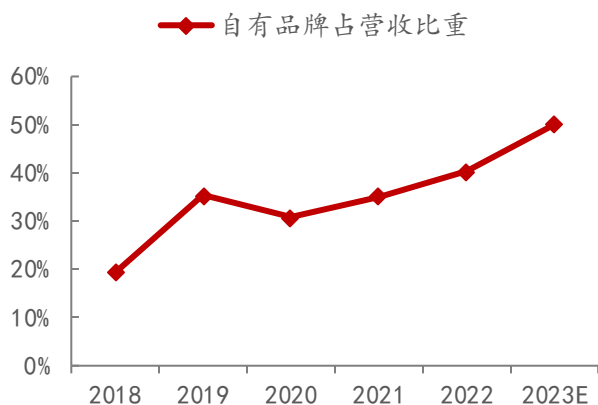
资料来源：公司公告，华西证券研究所

供应链体系全球化，保障稳定供货。公司经过数十年的发展，建立了以中国为核心的全球化供应链管理体系，与全球数千家供应商建立了良好的合作关系，确保公司不局限于自身产能情况，可以快速响应市场需求并完成各类大额订单的及时交付。目前公司在全球拥有 20 处生产制造基地，能够全面满足各类需求和应对各自复杂的外部环境。

并购优质品牌拓展动力工具等细分市场，电商助力 OBM 转型。公司通过研发和并购的方式切入多个细分市场，扩宽产品矩阵。根据公司官网，手工具方面，公司通过收购 LIST, Arrow 等公司分别新增了储物柜、射钉枪等产品。动力工具方面，收购欧洲动力钉枪 BEA 业务，增加动力工具产品线，通过收购 Shop-Vac 切入吸尘器市场。此外，电商渠道效果初显。根据公司公告，2020 年，公司成为亚马逊手工具销售额国内出口卖家第一名。

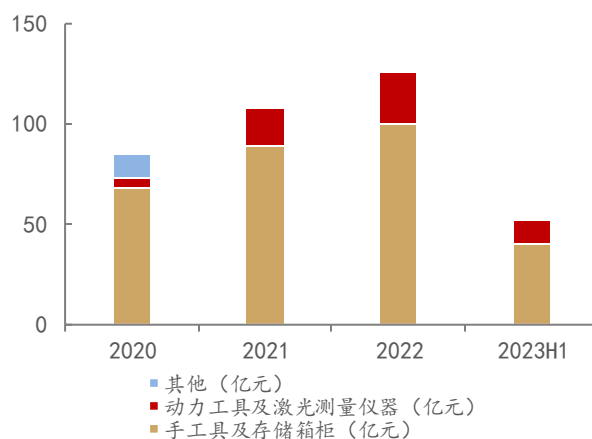
公司 OBM 占比持续提升。通过创建自有品牌及收购相关细分行业品牌，公司持续发力 OBM 业务，OBM 业务占营收比已从 2018 年的 19% 增长至 2022 年的 40%，销售占比首次超过 40%。

图 16 自有品牌占营收比重变化



数据来源：公司公告、华西证券研究所

图 17 2020-2023 年上半年公司收入结构



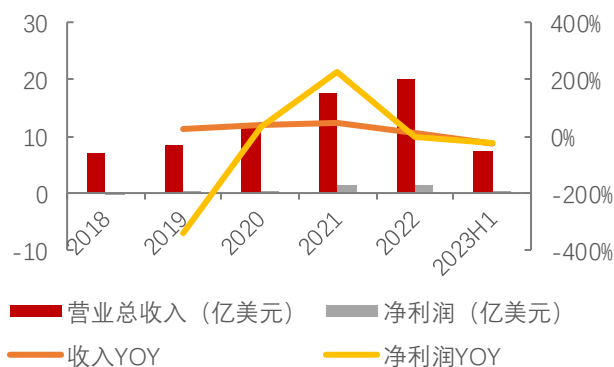
数据来源：公司公告、华西证券研究所

4.2. 泉峰控股：全球锂电 OPE 先驱，望受益锂电化政策

1999 年，泉峰控股成立，推出电动工具生产线，并进一步扩展至 OPE 行业；2006 年，公司成为世界上最早将锂电电动工具商业化的公司。自 2007 年起，公司开始通过自创品牌和并购实现渠道扩张和产品拓展。2007 年推出自有品牌大有；2013 年推出自有品牌 EGO 和小强，同年并购了德国品牌 FLEX，进军欧洲专业级市场；2017 年收购了北美和欧洲的 SKIL 业务，逐步从 ODM 转向 OBM。

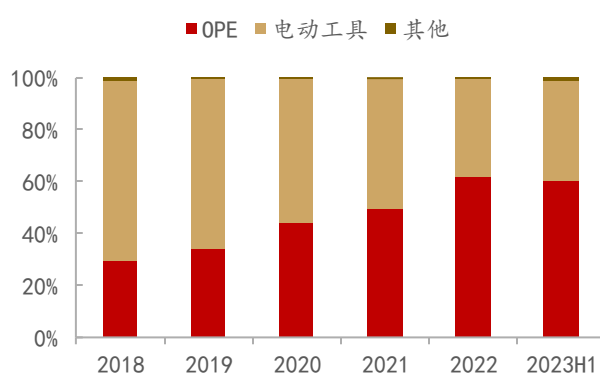
OPE 业务驱动成长，为第一大收入来源。收入结构上，OPE 业务驱动增长，收入从 2018 年的 2 亿美元增至 22 年的 12 亿美元，取代动力工具成为第一大收入来源，2018-22 年收入 CAGR 为 57%。动力工具业务增速平稳，从 2018 年的 4.8 亿美元到 2022 年的 7.6 亿美元，2018-22 年收入 CAGR 为 12%。

图 18 泉峰控股收入、利润情况



资料来源：、华西证券研究所

图 19 2018-2023 年 H1 公司收入结构

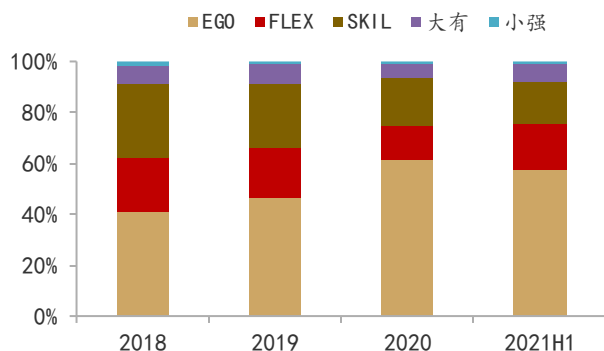


资料来源：、华西证券研究所

五大品牌差异化布局，全面覆盖客群。根据公司公告，公司具有五个差异性的品牌，满足不同终端用户的需求：

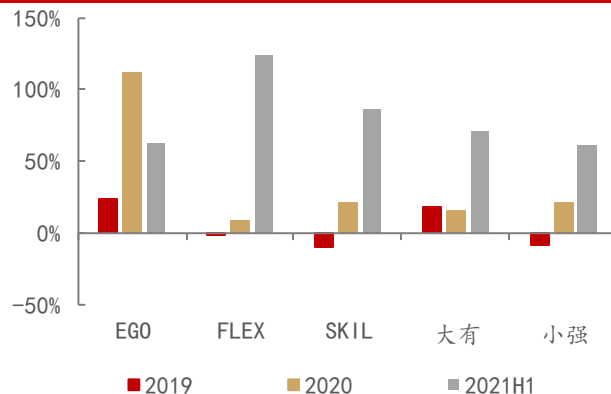
- 1) **动力工具**: 根据公司招股书, 针对工业级和专业级用户, 公司主采用 FLEX、大有及小强品牌以及为国际工具公司作 ODM 代工的形式; 针对消费级用户, 公司主采用 SKIL 品牌及为全国性零售商 (如 Lowe's 及 Kingfisher) 作 ODM 模式代工的形式。
- 2) **OPE**: 根据公司招股书, 公司主采用 EGO、SKIL 品牌面向高端和大众消费群体, 同时以 ODM 模式为零售品牌 (如 Lowe's) 作供应商。

图 20 2018-2021 年 H1 公司 OBM 业务各品牌收入占比



资料来源: 招股说明书, 华西证券研究所

图 21 2019-2021 年 H1 各个品牌收入同比增速



资料来源: 招股说明书, 华西证券研究所

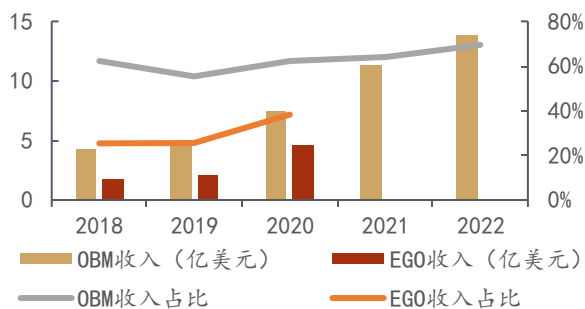
加州推出零排放政策, 或为更多地区效仿, 或推动锂电 OPE 设备加速渗透。根据加州 air resource 委员会, 其近期批准了一个新的政策, 要求从 2024 年开始, 大多数新制造的小型越野发动机, 如吹叶机、割草机和其他设备中的发动机实现零排放。便携式发电机, 包括休闲车中的发电机将被要求在 2024 年达到更严格的标准, 并从 2028 年开始达到零排放标准。我们认为该政策后续或为更多的地区效仿, 有望加速锂电 OPE 设备替代燃油设备。

EGO 成为市场突破的尖刀。2021 年上半年, 公司核心园林设备品牌 EGO 已成为公司收入第一大贡献 (占比 39%), 2018 年占比 25%。

EGO 品牌份额快速提升, 带动公司份额提升, 20 年位列全球前三。根据公司招股书, 公司在电动 OPE 产品的全球顶级供应商中的排名从 2018 年的第 7 位上升到 2020 年的第 2 位。EGO 品牌在全球顶级电动 OPE 品牌中的排名从 2018 年的第 6 位上升到 2020 年的第 3 位。

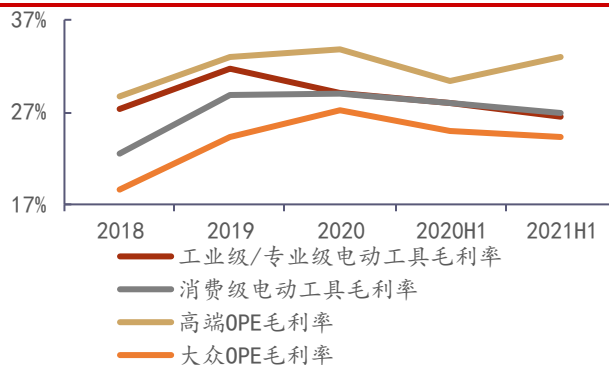
EGO 带动 OBM 收入占比提升, 高端 OPE 放量有望带动整体盈利提升。收入规模上, 公司 OBM 业务收入由 2018 年的 4.3 亿美元增长至 2022 年的 13.8 亿美元, 年均复合增长率 34%。其中, EGO 品牌收入由 2018 年的 1.75 亿美元增长至 2020 年的 4.59 亿美元, 年均复合增长率 62%。根据招股书, 我们认为公司毛利率的提升主要受益高毛利率的 OBM 业务占比提升。OBM 业务毛利率 2018 年的 28.3% 增加到 2021 年上半年的 32%, 带动公司整体毛利率自 2018 年的 25% 提升至 2021 年上半年的 29%。分产品定位/品牌看, 公司高端 OPE 主要以 EGO 品牌为主, 其毛利率常年维持在 30% 以上, EGO 高增长有望持续带动整体盈利提升。

图 22 公司 OBM 模式、EGO 品牌收入规模和占比



资料来源：公司年报，泉峰控股招股书，华西证券研究所

图 23 按产品类别/终端用户划分毛利率



资料来源：公司年报，泉峰控股招股书，华西证券研究所

4.3.创科实业：23 年 H2 收入转正，估值先行修复

深耕电动工具四十年，从代工厂到行业领导者。根据公司官网，创科实业是领导全球的电动工具、配件、手动工具、户外园艺工具及地板护理及清洁产品企业，专为 DIY 一族、专业人士及工业用家提供家居装修、维修、保养、建造业及基建业产品。根据公司公告，创科实业于 1985 年由 Horst Pudwill 先生和钟志平教授创办，早期主要向美国供应充电式电动工具，后经过一系列并购成为品牌生产商，目前旗下有 13 个品牌。

图 24 创科实业旗下品牌

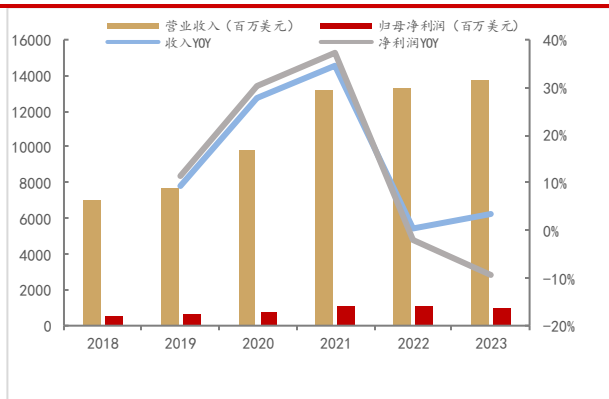


资料来源：公司公告，华西证券研究所

动力工具龙头企业，多年来稳健增长。根据公司年报，2023 年，公司实现营收 137 亿美元，同比增长 3.6%；实现归母净利润 9.7 亿美元，同比去年下降 9.3%。2018-2023 年，公司营收保持稳定增长，CAGR 为 14.4%；归母净利润 2018-2021 持续增长，近两年有所下滑，CAGR 为 12.1%。创科实业多年来营收的稳定增长得益于其在充电式产品市场的领导地位、卓越的崭新产品、地域扩展以及驻点营销的各项举措。根据公司公告，2019-2023 年，创科实业旗下 MILWAUKEE 营收同比增速高于公司营收同比增速（除 2020 年外），我们认为主因 MILWAUKEE 以创新的电动工

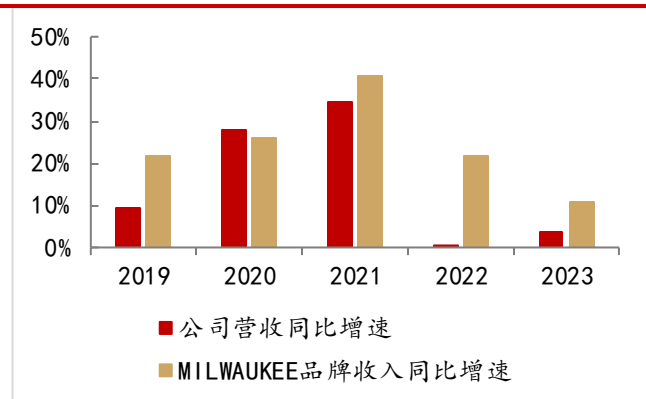
具配件、PACKOUT 储存解决方案，手动工具和个人防护设备而闻名，并陆续推出多项突破性创新产品。

图 25 2018-2023 年公司营业收入、净利润情况



资料来源：wind、华西证券研究所

图 26 2019-2023 年公司与 MILWAUKEE 营收同比增速



资料来源：公司公告、华西证券研究所

核心品牌亮眼，产品不断创新。根据公司公告，创科实业在 2023 年推出五款 MILWAUKEE MX FUEL 轻型设备产品，整个系统的产品总数增至 23 款，领先业界的 MILWAUKEE M18 平台包含 284 款产品，轻型 MILWAUKEE M12 系统共有 153 款产品。截至 2023 年末，RYOBI 18V ONE+ 平台共有 307 款产品，RYOBI 40V 平台能为 91 款产品供电，RYOBI USB LITHIUM 系列提供轻巧便携的可充电式解决方案，适合日常使用，该系列将有超过 23 款产品。

图 27 MILWAUKEE 具体产品



资料来源：电动工具开眼界、华西证券研究所

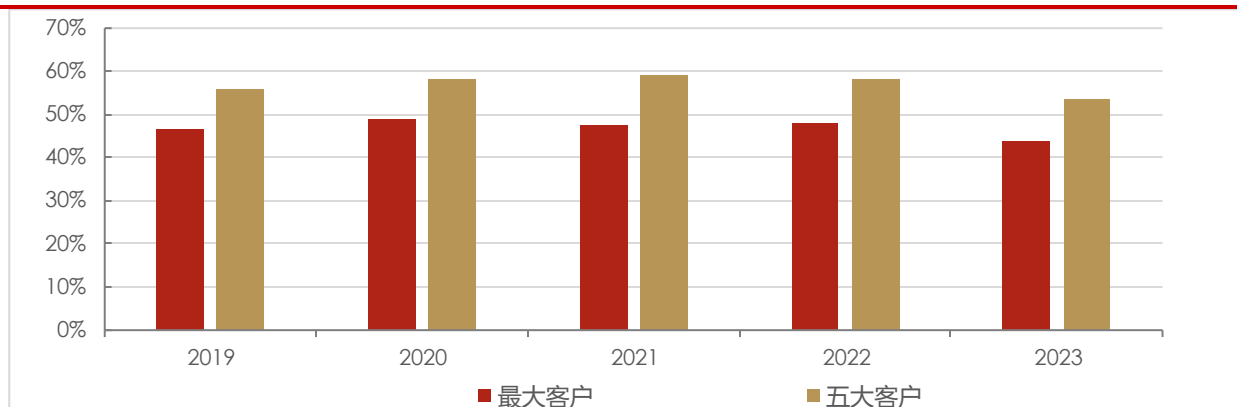
图 28 RYOBI 具体产品



资料来源：电动工具开眼界、华西证券研究所

与大客户深度合作，拓宽销售渠道。根据港股解码，创科实业在 2000 年收购 Ryobi 后，与美国大型零售商家家得宝建立了深度合作，获得了在美国市场重要的销售渠道。根据公司公告，公司 2023 年获得了家得宝颁发的“三个年度供应商”。根据公司 2023 年年报，公司营收中前五大客户占比 53.6%，仅最大客户占比就高达 44.0%。

图 29 创科实业前五大客户与最大客户营收占比



资料来源：公司公告、华西证券研究所

我们预计在 2024-2025 年工具渠道库高点回落和美国地产复苏、需求修复下，公司收入和利润将重回增长通道，同时高端品牌占比提升带动盈利能力持续提升。我们预计 2024-2026 年公司收入为 149、164、182 亿美元，归母净利润为 11.4、13.2、15.6 亿美元，对应 EPS 分别 0.62、0.72、0.85 美元，以 2024 年 3 月 20 日收盘价 101.3 港元计算（汇率采用 1 港元=0.13 美元），对应 PE 分别为 21/18/15 倍，可比公司 24 年估值为 15 倍，考虑到创科实业渠道深度绑定、品牌布局全面，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：下游行业景气度不及预期风险、行业竞争加剧、订单获取不及预期、上游原材料成本波动等风险、新技术迭代风险、行业空间测算偏差、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、汇率波动等。

图 30 创科实业盈利预测与估值（单位：美元）

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13253.92	13731.41	14923.60	16368.98	18157.19
YoY (%)	0.38%	3.60%	8.68%	9.69%	10.92%
归母净利润(百万元)	1077.15	976.34	1136.46	1318.98	1561.57
YoY (%)	-1.99%	-9.36%	16.40%	16.06%	18.39%
毛利率 (%)	39.33%	39.47%	39.80%	40.10%	40.50%
每股收益 (元)	0.59	0.53	0.62	0.72	0.85
ROE	0.21	0.17	0.17	0.17	0.16
市盈率	19.24	22.67	21.26	18.32	15.47

资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 31 可比估值

股票代码	公司	股价 (元)	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002444.SZ	巨星科技	23.0	1.44	1.70	2.03	16.0	13.5	11.3
301260.SZ	格力博	13.5	-0.27	0.86	1.06	-50.7	15.7	12.8
2285.HK	泉峰控股	2.20	0.05	0.19	0.29	44.0	11.6	7.6
平均值						-17.4	14.6	12.0
0669.HK	创科实业	13.17	0.62	0.72	0.85	21.3	18.3	15.5

资料来源：公司公告、华西证券研究所；收盘价取自 2024 年 3 月 20 日，泉峰控股、创科实业单位采用美元，巨星科技、格力博单位采用人民币

图 32 创科实业财务报表和主要财务比率（单位：美元）

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025A	2026A	现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025A	2026A
营业总收入	13748.23	14923	16368.98	18157.19	净利润	976.34	1136.46	1318.98	1559.49
YOY (%)	3.62%	8.55%	9.69%	10.92%	折旧和摊销	633.49	268.46	284.04	298.84
营业成本	8311.78	8984.01	9805.02	10803.53	营运资金变动	406.17	41.04	-243.65	-171.48
营业税金及附加					经营活动现金流	2103.88	1467.62	1370.52	1691.26
销售费用	2347.22	2581.78	2815.47	3104.88	资本开支	-874.16	-580	-590	-580
管理费用	1406.21	1537.13	1686.01	1870.19	投资	1.38	-10.5	-10.5	-10.5
财务费用	79.10	2.62	-9.98	-24.52	投资活动现金流	-778.78	-590.47	-590.47	-590.47
资产减值损失					股权募资	-3.86	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.03	0.03	0.03	0.03	债务募资	-1360.92	-520	-380	-200
营业利润	1134.69	1231.2	1415.92	1661.38	筹资活动现金流	-1801.64	-773.03	-391.19	-204.44
营业外收支					现金净流量	-475.69	104.98	389.73	897.21
利润总额	1055.62	1228.61	1425.93	1685.94	主要财务指标	2023A	2024A	2025A	2026A
所得税	79.28	92.15	106.94	126.45	成长能力 (%)				
净利润	976.34	1136.46	1318.98	1559.49	营业收入增长率	3.60%	8.68%	9.69%	10.92%
归属于母公司净利润	976.34	1136.46	1318.98	1559.49	净利润增长率	-9.36%	16.40%	16.06%	18.23%
YOY (%)	-9.36%	16.40%	16.06%	18.23%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.53	0.62	0.72	0.85	毛利率	39.47%	39.80%	40.10%	40.50%
资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025A	2026A	净利率	7.11%	7.62%	8.06%	8.59%
货币资金	953.24	1058.22	1447.95	2345.16	总资产收益率ROA	7.87%	8.50%	8.84%	9.17%
预付款项					净资产收益率ROE	16.99%	17.08%	16.54%	16.36%
存货	4098.16	4367.23	4820.8	5371.75	偿债能力 (%)				
其他流动资产	8.73	14.92	16.37	18.16	流动比率	1.49	1.57	1.71	1.85
流动资产合计	7122.71	7774.14	9032.09	10836.04	速动比率	0.63	0.68	0.79	0.93
长期股权投资	2.06	2.06	2.06	2.06	现金比率	0.2	0.21	0.27	0.4
固定资产	2310.54	2419.26	2522.55	2620.67	资产负债率	53.66%	50.22%	46.57%	43.95%
无形资产	2768.73	2971.54	3164.21	3347.25	经营效率 (%)				
非流动资产合计	5279.27	5592.81	5890.77	6173.93	总资产周转率	1.07	1.16	1.16	1.14
资产合计	12401.98	13366.94	14922.85	17009.97	每股指标(元)				
短期借款	922.86	522.86	222.86	72.86	每股收益	0.53	0.62	0.72	0.85
应付账款及票据	1673.79	1996.45	2315.07	2700.88	每股净资产	3.13	3.63	4.35	5.2
其他流动负债	2123.20	2387.78	2684.51	3032.25	每股经营现金流	1.15	0.8	0.75	0.92
流动负债合计	4783.47	4962.45	5278.52	5855.29	每股股利	0.25	0.00	0.00	0.00
长期借款	1030.97	910.97	830.97	780.97	估值分析				
其他长期负债	839.99	839.99	839.99	839.99	PE	22.67	21.26	18.32	15.49
非流动负债合计	1870.96	1750.96	1670.96	1620.96	PB	3.86	3.63	3.03	2.53
负债合计	6654.43	6713.42	6949.48	7476.25					
股本	685.39	685.39	685.39	685.39					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	5747.55	6653.53	7973.37	9533.72					
负债和股东权益合计	12401.98	13366.94	14922.85	17009.97					

资料来源：公司公告、华西证券研究所

风险提示

- 1、下游需求不及预期。
- 2、行业竞争加剧。
- 3、订单获取不及预期。
- 4、上游原材料成本波动等风险。
- 5、海运运费上涨以及港口堵塞造成货物交付不及时风险。
- 6、新技术迭代风险。
- 7、行业空间测算偏差。
- 8、第三方数据失真风险。
- 9、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。

分析师与研究助理简介

陈玉卢：家电行业首席分析师，南开大学管理学学士和硕士，2022年8月加入华西证券，自2016年起有多年行业研究经验，复合背景，擅长自上而下进行宏观判断，自下而上挖掘投资价值，曾任职东北证券，担任家电首席分析师与银行首席分析师。

喇睿萌：家电行业研究助理，2023年3月加入华西证券，此前就职于中泰证券、东兴证券。

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。