

2025年09月23日

买入（首次覆盖）

报告原因：业绩点评

证券分析师

王敏君 S0630522040002

wmj@longone.com.cn

数据日期	2025/09/22
收盘价	33.38
总股本(万股)	119,448
流通A股/B股(万股)	114,703/0
资产负债率(%)	19.06%
市净率(倍)	2.18
净资产收益率(加权)	7.37%
12个月内最高/最低价	37.05/19.94



相关研究

巨星科技（002444）：破局而立，走向全球

——公司简评报告

投资要点

- **建立覆盖全球的多层次销售渠道。**巨星科技通过一系列并购重组，逐步提升制造实力，发展为覆盖手工具、电动工具、工业工具的多元化企业。2025年上半年，巨星科技实现营业收入70.27亿元，同比+4.87%；实现归母净利润12.73亿元，同比+6.63%。从市场分布看，2025H1美国/欧洲收入占比分别为65.00%/25.66%。公司销售渠道包括大型家居建材超市、五金连锁店等，通过与家得宝、劳氏、沃尔玛、欧洲翠丰等国际巨头的深度合作，产品广泛触达多区域的消费者。此外，公司致力于加快DTC业务发展，2025H1跨境电商收入实现30%以上的增速。
- **工具行业发展成熟，长周期看需求相对稳健。**从下游领域看，房屋建筑市场的活跃交易直接带动装修、维修等领域的工具需求，而工业生产的扩张则会增加对工业工具的采购。据艾瑞咨询预测，2026年全球工具市场规模有望达到673亿美元，预计2024-2026年CAGR约为4%。这一增速虽然相对平缓，但考虑到行业的庞大基数和稳定性，仍蕴藏着可观的市场空间。其中，智能电动工具等细分市场增速较快，成为驱动行业增长的新动力。从短期需求看，美国贷款利率下行，美国地产链需求或有望改善。但同时，关税政策波动可能引发终端零售价格的上涨，影响消费者的购买决策，工具制造商还需提升产品的质价比。从品牌份额看，史丹利百得等居于全球领先地位，但市场集中度仍有明显提升空间。贸易格局和产业趋势的变化将对行业格局产生影响，加速优胜劣汰。
- **巨星科技全球化布局持续推进，积极应对贸易环境变化。**面对关税挑战与行业机遇并存的市场，公司自2018年开始实施国际化战略，加速推进海外产能建设，致力于以灵活的供应链应对不确定性。公司现已建立起覆盖中国、美国、欧洲的仓储物流配送体系以及全球23处生产制造基地，以支持区域协同，寻求采购、制造与分发的最优方案；此外，公司在全球布局有五大研发基地。2025年上半年，公司正在投资越南三期厂房建设、泰国基龙二期厂房新建项目。本轮的贸易波动或将带动供应链的重新调整分配。巨星科技逐步完善全球一体化的制造加工体系，构建了对客户需求的快速响应能力，在如今的贸易环境下具备突出的优势。
- **投资建议：**尽管市场环境复杂多变，但巨星科技近年在全球化战略的指引下，通过优化产能布局、加大产品创新、强化品牌渠道建设，构建起核心竞争力，为未来应对风险、抓住机遇奠定了基础。我们预计公司2025-2027年实现归母净利润分别为26.22亿元、30.57亿元、35.87亿元，对应EPS分别为2.20元、2.56元、3.00元，对应PE为15X/13X/11X，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**贸易摩擦风险、需求不及预期风险、汇率波动风险、原材料价格上升风险。

盈利预测与估值简表

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,795.45	16,336.00	18,747.00	21,714.00
同比增速(%)	35.37%	10.41%	14.76%	15.83%
归母净利润(百万元)	2,303.62	2,621.88	3,056.99	3,587.05
同比增速(%)	36.18%	13.82%	16.60%	17.34%
EPS摊薄(元)	1.93	2.20	2.56	3.00
市盈率(P/E)	17.31	15.21	13.04	11.12

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2025年9月22日盘后）

正文目录

1. 业务情况：构建工具产品多元化矩阵.....	4
2. 行业：刚需市场，关注内部结构变化.....	5
3. 公司竞争力：推进全球化，创新驱动发展.....	7
4. 公司财务：业绩展现经营韧性	8
5. 盈利预测与估值.....	9
6. 风险提示	11

图表目录

图 1 公司经过多次收购及扩张，逐步成为产品丰富的全球化企业	4
图 2 2025H1 巨星科技营业收入同比增长 4.87%	4
图 3 2022 年以来公司归母净利润维持增长态势	4
图 4 WORKPRO 品牌的部分代表产品	5
图 5 2025H1 公司电动工具收入同比快速增长	5
图 6 全球工具市场规模及预测	6
图 7 我国手用或机用工具出口金额及同比增速	6
图 8 史丹利百得工具及户外设备板块细分业务占比	6
图 9 工具及户外设备行业竞争格局示意图	6
图 10 2024 年史丹利百得工具与户外产品收入占比	7
图 11 史丹利百得调整后的美国销售成本按溯源地拆分	7
图 12 巨星科技全球布局五大研发基地	7
图 13 2025H1 自主品牌收入占比同比提升	8
图 14 2022 年后公司毛利率及净利率逐步修复	9
图 15 公司业务拆分与预测	10
图 16 可比公司估值比较	10
 表 1 巨星科技在全球拥有 23 个生产基地	 7
 附录：三大报表预测值	 12

1.业务情况：构建工具产品多元化矩阵

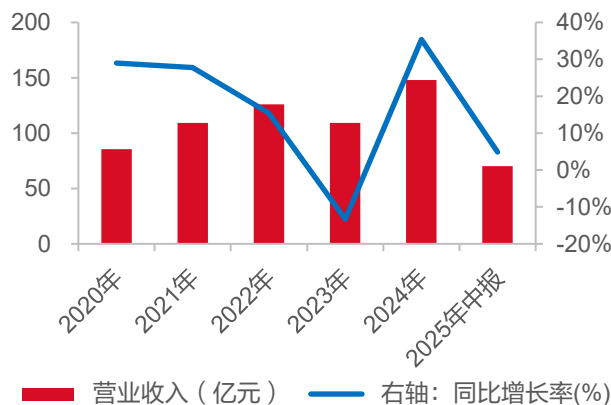
建立覆盖全球的多层次销售渠道。杭州巨星科技股份有限公司成立于1993年。回顾发展历程，巨星科技通过一系列并购重组，逐步提升制造实力，发展为覆盖手工具、电动工具、工业工具的多元化企业，目前已在全球布局23处生产制造基地。2025年上半年，巨星科技实现营业收入70.27亿元，同比增长4.87%；实现归母净利润12.73亿元，同比增长6.63%。从市场分布来看，2025H1美国/欧洲/其他地区/中国/其他业务收入占比分别为65.00%/25.66%/4.96%/3.91%/0.47%。公司销售渠道包括大型家居建材超市、五金连锁店等，通过与家得宝、劳氏、沃尔玛、欧洲翠丰等国际巨头的深度合作，产品广泛触达多区域的消费者。此外，公司致力于提升DTC业务占比，通过跨境电商直接对接终端零售用户。

图1 公司经过多次收购及扩张，逐步成为产品丰富的全球化企业



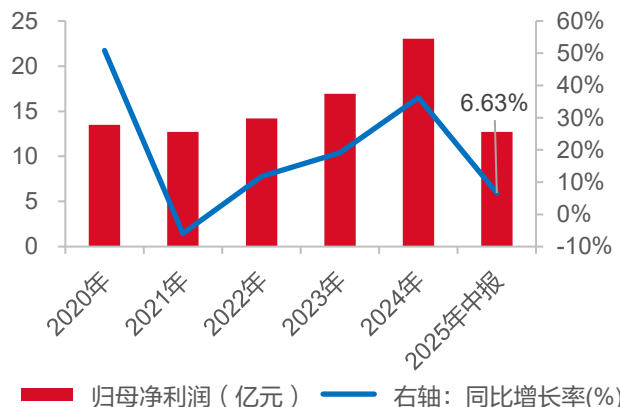
资料来源：巨星科技2024年度ESG报告，公司公告，东海证券研究所

图2 2025H1 巨星科技营业收入同比增长4.87%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图3 2022年以来公司归母净利润维持增长态势



资料来源：同花顺，东海证券研究所

基石板块稳健增长。手工具业务作为巨星科技的传统业务，2025H1实现收入46.20亿元，同比增长1.64%。其中，跨境电商渠道表现亮眼，业务保持30%以上的增速。公司致力于将WORKPRO打造为线上工具品类知名品牌；该品牌源自美国，创建于2009年，是巨星科技自主创立的第一个全品类综合性工具品牌。WORKPRO品牌类目丰富，拥有4000种以上不同的产品。此外，销售渠道方面，公司持续拓展全球经销商网络，助力“一带一路”等非美地区自有品牌的发展。

电动工具成为重点拓展的增长极。该板块2025H1实现营收7.42亿元，同比增长56.03%。公司自2021年起将电动工具列入战略发展业务，现已形成20V无绳锂电池电动工具系列，

今年订单趋势向好。2025 年 7 月巨星科技发布公告，近日取得来自某欧洲大型零售业公司的中标通知，订单标的为部分消费级无绳锂电池电动工具系列和相关零配件，订单采购范围为欧洲近千家门店的未来三年全部该系列电动工具和零配件产品的销售和服务，预计订单整体采购金额为每年不少于 1500 万美元。此外，近日取得来自某国际大型零售业公司的采购确认，采购标的为 20V 无绳锂电池电动工具系列和相关零配件，采购范围为全球数千家门店的未来三年全部该系列电动工具和零配件产品的销售和服务，采购订单特别要求针对美国市场产品的生产和交付地为越南，预计订单整体采购金额为每年不少于 3000 万美元。

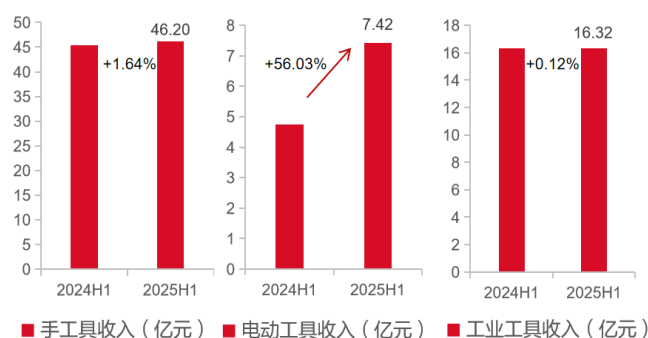
工业工具业务面向专业市场，受到特定区域工业需求影响。欧洲经济处于弱复苏阶段，工业投资放缓，因此导致工业工具整体市场有所承压。此外，相比于消费级产品，用于专用领域的高端工具需要较长开发周期。但在此背景下，凭借前期积累的技术储备和客户资源，公司 2025H1 工业工具收入保持相对平稳，同比基本持平。

图4 WORKPRO 品牌的部分代表产品



资料来源：巨星科技 2025 年半年报，东海证券研究所

图5 2025H1 公司电动工具收入同比快速增长



资料来源：同花顺，东海证券研究所

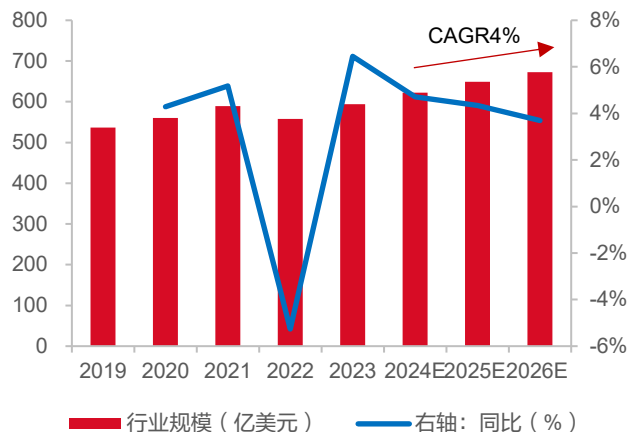
三十余载的匠心耕耘，巨星科技逐渐成长为全球工具行业的领军者。其多元化的业务布局、全球化的运营体系和持续的创新能力，为其未来的发展奠定了坚实基础。

2.行业：刚需市场，关注内部结构变化

工具行业发展成熟，长周期看需求相对稳健。从下游领域看，房屋建筑市场的活跃交易直接带动装修、维修等领域的工具需求，而工业生产的扩张则会增加对工业工具的采购。2024 年，尽管欧美的高利率环境对房屋交易产生了一定的抑制作用，但基础设施维护、设备修理等刚性需求始终存在，为行业提供了稳定的需求基础。据艾瑞咨询预测，2026 年全球工具市场有望达到 673 亿美元，预计 2024-2026 年复合增长率约为 4%。这一增速虽然相对平缓，但考虑到行业的庞大基数和稳定性，仍蕴藏着可观的市场空间。其中，智能电动工具等细分市场增速较快，成为驱动行业增长的新动力。从短期需求看，若未来美国贷款利率进一步下降，美国地产链需求或有望改善。但同时，关税政策波动可能引发终端零售价格的上涨，影响消费者的购买决策，工具制造商还需提升产品的质价比。

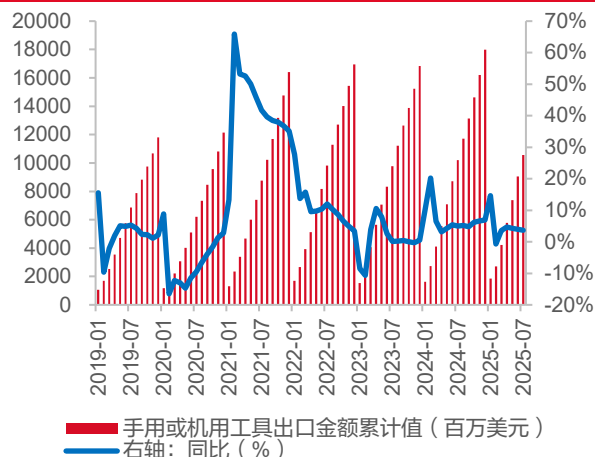
从品牌份额看，史丹利百得等居于全球领先地位，但市场集中度仍有明显提升空间。贸易格局和产业趋势的变化将对行业格局产生影响，在技术创新、品牌建设和渠道拓展方面占据先机的企业，将在新一轮的竞争中脱颖而出。

图6 全球工具市场规模及预测



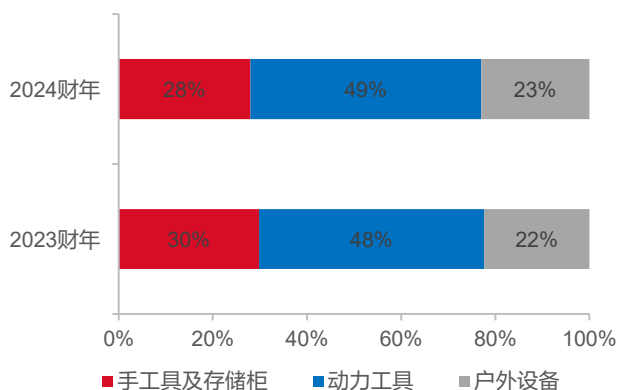
资料来源：艾瑞咨询，东海证券研究所

图7 我国手用或机用工具出口金额及同比增速



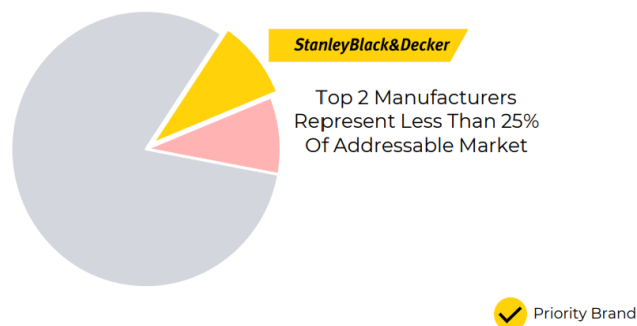
资料来源：同花顺，海关总署，东海证券研究所

图8 史丹利百得工具及户外设备板块细分业务占比



资料来源：史丹利百得官网 IR 材料，东海证券研究所

图9 工具及户外设备行业竞争格局示意图



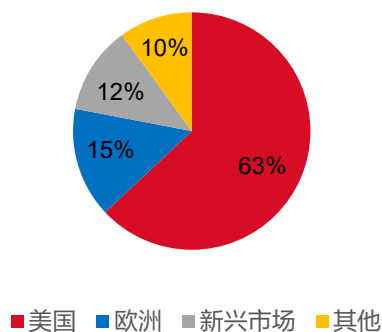
资料来源：史丹利百得官网 IR 材料，欧睿，东海证券研究所

美国及欧洲为主要市场，销售网络成为竞争关键点之一。以史丹利百得为例，2024 年工具与户外产品的前两大销售区域为美国和欧洲，分别占比 63%和 15%，新兴市场和其他地区收入占比分别为 12%和 10%。从销售渠道看，据艾瑞咨询测算，2023 年欧美市场线上与线下的比例约为 3：7。据艾瑞咨询调研，美国消费者线下主要购买渠道为线下家居建材卖场、综合性超市、专业零售店等；线上主要为综合型电商平台、家居建材电商平台、工业品电商平台等。线上电商渠道虽然目前占比较小，但近几年发展趋势较快，线上平台便于比较价格、参考其他用户的评论，有利于标准化消费级工具的销售。实际销售中，诸多企业还是采用多渠道融合的销售模式，行业展会、电商平台、分销代理、线下零售店等多管齐下。但通常进入头部线下渠道需要经历一定的考察周期，与渠道商的紧密联系也成为领军工具企业的先发优势。

贸易政策调整带动全球范围的产能再分配，加速优胜劣汰。以史丹利百得为例，按照原产地进行溯源，将 2024 财年调整后的美国市场对应的销售成本（68 亿美元）进行拆分，其中美国产生的成本约 29-30 亿美元，其余成本分散于墨西哥、中国、东南亚等地。由于美国这一重要市场的关税政策调整，重新评估税率及制造成本、优化供应链布局成为行业内的关键课题。工具行业的经营模式通常分为 ODM 和 OBM。ODM 模式下，若以 FOB 方式结算，则关税由客户承担。若生产制造商较为强势，则可能不会考虑给客户降价，仍由客户承担关税上涨的影响。OBM 模式下，制造商自行承担自主品牌的关税，通常会考虑以涨价的方式来消化成本端的波动。是否能实现向终端的价格传导，需结合特定品类的需求情况和产品竞

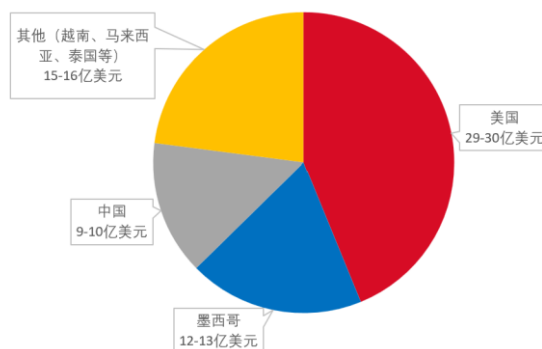
争力判断。综合来看，具备灵活产能基础的公司有望在未来发挥高效执行力，巩固全球竞争力。

图10 2024 年史丹利百得工具与户外产品收入占比



资料来源：史丹利百得官网 IR 材料，东海证券研究所

图11 史丹利百得调整后的美国销售成本按溯源地拆分



资料来源：史丹利百得官网 IR 材料，东海证券研究所
 注：此处为 2024 年 Non-GAAP 调整后的美国区域的销售成本。

3.公司竞争力：推进全球化，创新驱动发展

全球化布局持续推进，积极应对贸易环境变化。面对关税挑战与行业机遇并存的市场，公司自 2018 年开始实施国际化战略，加速推进海外产能建设，致力于以灵活的供应链应对不确定性。公司现已建立起覆盖中国、美国、欧洲的仓储物流配送体系以及全球 23 处生产制造基地，以支持区域协同，寻求采购、制造与分发的最优方案；此外，公司在全球布局有五大研发基地。2025 年上半年，公司正在投资越南三期厂房建设、泰国基龙二期厂房新建项目。本轮的贸易波动或将带动供应链的重新调整分配。巨星科技逐步完善全球一体化的制造加工体系，构建了对客户需求的快速响应能力，在如今的贸易环境下具备突出的优势。

表1 巨星科技在全球拥有 23 个生产基地

生产基地布局	
中国	11 个生产基地，主要分布于浙江、江苏、广东。
欧洲	6 个生产基地，主要分布于瑞士、德国、捷克、意大利。
美国	3 个生产基地，主要分布于新泽西州、加州、宾州。
东南亚	3 个生产基地，主要分布于泰国、柬埔寨、越南。

资料来源：公司官网，东海证券研究所

图12 巨星科技全球布局五大研发基地

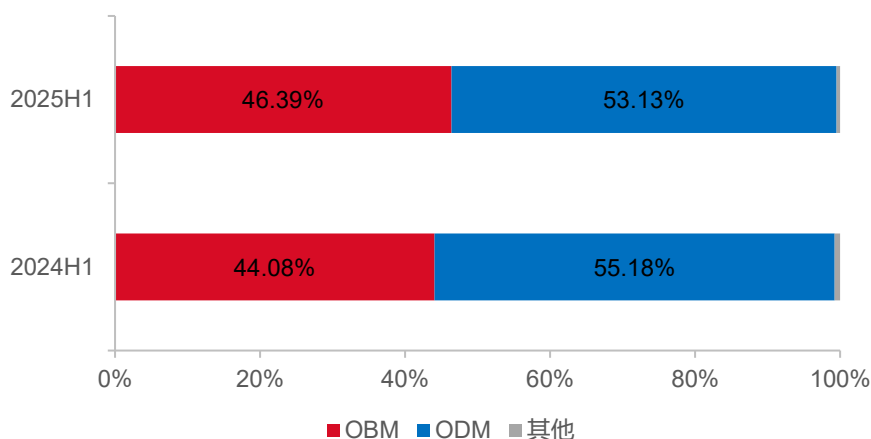


资料来源：公司官网，东海证券研究所

创新+并购，拓宽业务边界。巨星科技于 2010 年上市时，主营产品仅为手工具、手持式电动工具，SKU 仅几千种。在经历多次收购、数年研发后，2023 年公司总体 SKU 数量已超 3 万种。截至 2024 年，公司研发人员为 1100 人，2024 年公司研发投入为 3.66 亿元，设计新产品 1937 项。2025H1 公司研发投入为 1.75 亿元，设计新产品 1000 余项，推出刀具系列、汽修工具系列等产品，进一步丰富产品线。公司以市场趋势为导向，持续推进锂电池电动工具的研发，2025 年创新成果成功转化，获得大型商超客户新订单。此外，为加强电动工具等智能产品的产业链布局，巨星科技今年收购了杭州微纳科技，该公司的无线人机交互 SoC 芯片具有较高的市占率。

多品牌并行，强化自有品牌建设。巨星科技旗下拥有 WORKPRO、DURATECH、Pony & Jorgensen 等多个知名品牌，2024 年 WORKPRO 品牌在自有品牌销售额中位居第一。2025 年上半年，公司 OBM 业务收入达 32.60 亿元，同比增长 10.37%，毛利率为 34.66%；ODM 业务收入为 37.34 亿元，同比增长 0.98%，毛利率为 29.62%。OBM 收入占比同比提升，公司通过 OBM 业务建立品牌溢价，实现了较高的毛利率。

图13 2025H1 自主品牌收入占比同比提升



资料来源：公司公告，东海证券研究所

4.公司财务：业绩展现经营韧性

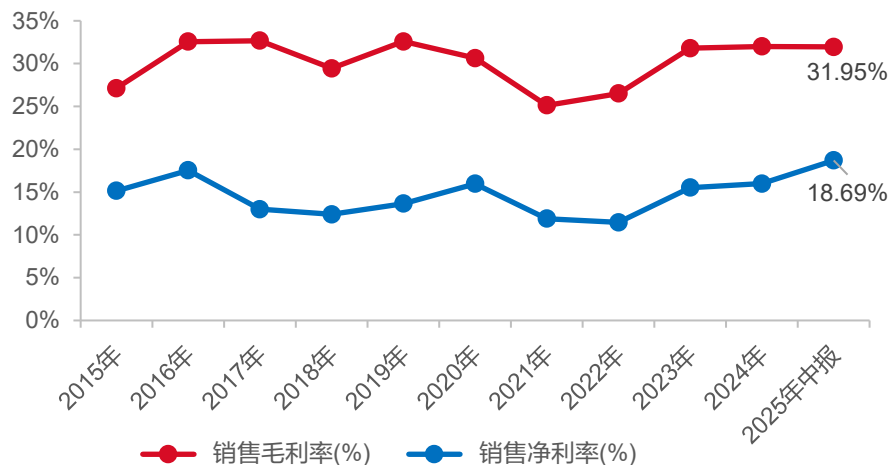
2025Q2 净利润实现正增长。2025Q2 由于美国“对等关税”政策的推出，中国产能受到影响，同时公司在东南亚的生产及出货亦受到波及。2025Q2 公司实现营收 33.71 亿元，同比微降 0.69%。但通过产品结构优化、全球产能的合理调配，公司二季度实现归母净利润 8.12 亿元，同比+4.08%。单 Q2 公司毛利率为 33.73%，同比上升 1.03pct；销售净利率为 24.64%，同比上升 1.11pct。从上半年看，公司整体毛利率基本持平，其中电动工具毛利率明显提升，该业务规模效应逐渐显现。上半年销售净利率为 18.69%，同比小幅提升。

归还短期借款，低负债率结构具备灵活性。据 2025 年中报，公司短期借款金额较上年末下降，资产负债率为 19.06%。应收账款、存货占总资产的比例较上年末基本持平，长期股权投资占比较上年末增长 1.91pct。在建工程占比较上年末提升 1.03pct，公司积极扩张产能布局，其中，越南智能有限公司三期厂房建设项目、巨星能源工业用房项目的工程进度分别为 89.16%、94.80%。

经营性现金流显著增长，拟进行半年度分红。2025 年上半年，公司经营活动产生的现金流量净额为 10.34 亿元，同比增长 76.54%；良好的销售表现，带动经营活动相关的现金净流入增加。投资活动现金流流出同比增加，主要系加大东南亚生产基地建设。筹资活动现

金流流出同比增加，主要系归还借款所致。出于回报股东的考虑，公司发布 2025 年半年度分配预案，拟向全体股东每 10 股派现 2.5 元（含税）。

图14 2022 年后公司毛利率及净利率逐步修复



资料来源：同花顺，东海证券研究所

5.盈利预测与估值

盈利预测关键假设：1、海外产能的全面释放和关税压力的缓解将成为驱动公司业绩增长的核心动力。2、无绳锂电工具系列的推广，对于收入增长及规模效益提升具有重要意义。3、自主品牌发展起量，有望进一步提升毛利率。

手工具：短期看，2025Q2 美国“对等关税”政策对公司中国产能产生了较大负面影响，且关税政策有较大的不确定性，产业链处于观望及调整阶段，手工具板块增速放缓。但随着时间推移，从全球来看，部分市场的关税政策逐渐清晰。公司自上一轮“贸易战”起，开始陆续拓展海外产能，为应对本次波动积累了基础。全球范围内的产能调配是重要竞争力，客观上有利于市场份额的提升。展望未来，随着公司东南亚新产能逐步释放，制造能力将进一步升级。同时，非美地区的渠道拓展和自有品牌的发展，有望贡献增量。此外，若未来降息推动美国地产链复苏改善，将为手工具需求提供一定支撑。综上，预计 2025 年手工具收入增速较去年明显放缓，但 2026-2027 年收入有望随着交付能力增强逐步提升。毛利率方面，参考中报，预计 2025 年毛利率同比下降。不过随着全球产能布局优化和成本效率改善，预计 2026-2027 年毛利率有望逐步恢复，但保守估计仍略低于 2024 年。

电动工具：电动工具作为公司重点发展的第二增长曲线，2025 年上半年收入同比增长 56.03%，毛利率达到 28.99%，同比提升 2.18 个百分点。公司电动工具业务近期获得来自国际客户的新订单，这将为未来收入提供坚实保障。从行业趋势看，锂电池等关键部件性能升级，推动电动工具需求加速扩张。预计公司 2026-2027 年电动工具板块收入仍然维持高速增长，但考虑基数提升，增速较 2025 年有所放缓。毛利率方面，随着生产规模扩大、技术愈发成熟，预计毛利率有望维持上升趋势。

工业工具：欧洲作为工业工具的重要市场，其经济复苏力度直接影响该业务的需求状况。参考半年报，预计 2025 年该板块收入表现平稳。工业工具通常具有较高的技术含量和专业性，产品附加值较高。展望未来，技术创新和产品升级有望成为工业工具业务的驱动力；此外，公司开拓新的应用市场或客户群体，或推动收入实现低速增长。2025H1 工业工具毛利率同比提升 0.14pct。由于该业务的技术壁垒，预计未来毛利率有望维持在较高水平。

图15 公司业务拆分与预测

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
手工具				
营业收入	10069	10800	12350	14260
同比增速（%）	40.46%	7.26%	14.35%	15.47%
毛利率	32.09%	31.48%	31.74%	31.91%
电动工具				
营业收入	1438	2250	2985	3880
同比增速（%）	36.53%	56.48%	32.67%	29.98%
毛利率	23.83%	25.87%	27.97%	29.82%
工业工具				
营业收入	3229	3245	3370	3530
同比增速（%）	22.14%	0.50%	3.85%	4.75%
毛利率	35.57%	35.75%	36.05%	35.98%
其他业务收入				
营业收入	60	41	42	44
同比增速（%）	-7.31%	-31.61%	2.44%	4.76%
毛利率	24.53%	24.39%	24.52%	24.32%
营业收入合计	14795	16336	18747	21714
同比增速（%）	35.37%	10.41%	14.76%	15.83%
毛利率	32.01%	31.54%	31.90%	32.18%

资料来源：携宁，东海证券研究所

费用率假设：从 2025 年半年报看，公司销售/管理/研发费用率均同比小幅提升。今年是公司应对外部变化、布局海外拓展的关键之年，因此在进行 2025 年全年预测时，预计该趋势将持续。但从长期看，随着后续产能放量及新业务收入增加，费用率有望逐步下降。预计 2025-2027 年销售费用率分别为 7.12%、7.10%、7.08%，预计管理费用率分别为 6.40%、6.39%、6.35%，预计研发费用率分别为 2.60%、2.59%、2.57%。此外，进行财务费用预测时，主要考虑到利息支出减少的影响；但汇率变化具有不确定性，也将对财务费用造成影响。

盈利预测与估值：尽管市场环境复杂多变，但巨星科技近年在全球化战略的指引下，通过优化产能布局、加大产品创新、强化品牌渠道建设，构建起核心竞争力，为未来应对风险、抓住机遇奠定了基础。我们预计公司 2025-2027 年实现营收分别为 163.36 亿元、187.47 亿元、217.14 亿元，实现归母净利润分别为 26.22 亿元、30.57 亿元、35.87 亿元，对应 EPS 分别为 2.20 元、2.56 元、3.00 元。我们选取多品类工具龙头创科实业、电动工具及 OPE 龙头泉峰控股、园林机械企业大叶股份作为可比公司。可比公司 2025E 平均 PE 为 19.89X。公司当前市值对应 2025E 的 PE 为 15.21X。首次覆盖，给予“买入”评级。

图16 可比公司估值比较

证券代码	证券名称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
0669.HK	创科实业	1909.57	91.84	107.59	124.30	20.79	17.75	15.36
2285.HK	泉峰控股	121.22	10.17	12.18	15.15	11.92	9.95	8.00
300879.SZ	大叶股份	77.38	2.87	3.93	5.00	26.96	19.69	15.48
	平均值					19.89	15.80	12.95
002444.SZ	巨星科技	398.72	26.22	30.57	35.87	15.21	13.04	11.12

资料来源：同花顺，东海证券研究所（数据选取时间：2025 年 9 月 22 日盘后）

注：除巨星科技外，其他盈利预测均采用同花顺一致预期。

6.风险提示

贸易摩擦风险。目前美国是公司的最大单一市场。美国关税政策仍可能在未来发生变化，这可能给行业发展和公司长期发展战略带来不利影响和不确定性。

需求不及预期风险。房屋布置及修缮等是美国工具市场的重要下游应用场景。美国房地产复苏不及预期、关税引起通胀等，将可能导致终端消费者对工具品类的需求减少，从而影响公司收入。

汇率波动风险。目前公司营业收入基本来自于境外市场，如人民币汇率宽幅波动，将对公司的营业收入产生一定影响。公司主营业务订单大部分以美元计价，人民币对美元汇率波动直接影响产品的价格竞争力，从而对公司经营业绩产生影响。

原材料价格上升风险。若主要原材料价格波动较大，公司生产成本也将有所波动，可能对公司盈利能力产生一定影响。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6852	5045	5365	6335
交易性金融资产	5	29	44	61
应收票据及应收账款	3172	3730	4304	4985
存货	3005	3383	3985	4616
预付款项	99	132	152	162
其他流动资产	357	537	577	625
流动资产合计	13491	12857	14427	16784
长期股权投资	3486	3851	4251	4656
投资性房地产	112	107	103	98
固定资产合计	1902	1998	2029	2090
无形资产	1010	1179	1195	1197
商誉	2355	2494	2534	2554
递延所得税资产	113	97	97	97
其他非流动资产	636	864	881	867
资产总计	23105	23447	25516	28341
短期借款	3245	1330	712	437
应付票据及应付账款	1869	2071	2426	2683
其他流动负债	988	891	975	1021
流动负债合计	6102	4292	4113	4141
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	417	404	399	397
非流动负债合计	417	404	399	397
负债合计	6519	4696	4511	4538
归属于母公司的所有者权益	16403	18486	20648	23340
少数股东权益	183	265	357	463
股东权益	16586	18752	21004	23803
负债及股东权益总计	23105	23447	25516	28341

现金流量表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	1740	1701	2323	2544
投资	-130	-25	-12	-15
资本性支出	-472	-1071	-625	-639
其他	25	137	207	290
投资活动现金流净额	-578	-960	-430	-364
融资	-522	-1918	-624	-278
支付股利及利息	-811	-986	-948	-932
其他	1691	254	0	0
筹资活动现金流净额	358	-2650	-1572	-1210
现金净流量	1581	-1808	321	970

利润表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14795	16336	18747	21714
营业成本	10059	11184	12767	14726
营业税金及附加	53	62	71	82
销售费用	975	1163	1331	1537
管理费用	918	1046	1198	1379
研发费用	366	425	486	558
财务费用	-131	-135	-139	-137
投资收益	521	572	628	717
公允价值变动收益	-10	-2	1	1
其他经营损益	-290	1	16	29
营业利润	2776	3163	3678	4314
营业外收支	-9	-11	-9	-9
利润总额	2767	3152	3670	4305
所得税费用	402	448	521	612
净利润	2366	2704	3148	3694
少数股东损益	62	82	91	107
归属母公司股东净利润	2304	2622	3057	3587
EPS摊薄(元)	1.93	2.20	2.56	3.00

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业总收入增长率	35.4%	10.4%	14.8%	15.8%
EBIT增长率	58.9%	27.1%	17.0%	18.1%
归母净利润增长率	36.2%	13.8%	16.6%	17.3%
总资产增长率	17.4%	1.5%	8.8%	11.1%
盈利能力				
销售毛利率	32.0%	31.5%	31.9%	32.2%
合并报表净利率	16.0%	16.6%	16.8%	17.0%
净资产收益率	14.0%	14.2%	14.8%	15.4%
总资产收益率	11.1%	11.6%	12.9%	13.7%
偿债能力				
资产负债率	28.2%	20.0%	17.7%	16.0%
流动比率	2.2	3.0	3.5	4.1
速动比率	1.7	2.1	2.4	2.8
估值比率				
PE	17.3	15.2	13.0	11.1
PB	2.4	2.2	1.9	1.7

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2025年9月22日盘后）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师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，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089