

【广发海外】创科实业 (00669.HK)

稳舵前行之本在于技术

核心观点:

- **市占率持续提升之全球第二大电动工具品牌。**创科实业成立于 1985 年, 主要业务为电动工具(2019 年营收占比 89%)以及地板护理(11%)。我们预估创科于 2019 年在全球电动工具市场占有率为 12%, 仅落后史丹利百得(16%)。公司挟着电池、无刷马达以及软体自主研发制造技术, 产品线以无线充电电动工具为主, 并藉由产品创新之力, 持续推出跟既有产品线电池相容的新产品。
- **专业用户市场为营收成长主力。**创科的高端品牌 Milwaukee 在过去 6 年的营收同比皆超过 20%, 为公司营收成长的重要引擎。Milwaukee 主攻专业用户市场, 如电气、机械、装修及工程改造等应用。该品牌并于去年 11 月推出适用于轻型建筑设备市场的相关产品, 公司看好在扩大应用市场后, Milwaukee 在未来三年能持续增长 20%以上, 驱动公司整体营收达高个位数成长, 优于整体产业的中个位数成长。
- **产品策略持续推升毛利率向上。**创科的毛利率自 2009-19 年都维持扩张态势, 系受惠于公司往高端产品发展, 且自主研发制造可有效控制成本。我们看好毛利率在 2020-21 年能够续创新高, 主因: (1) 公司维持每年有近 1/3 的营收来自新产品的策略, 而新产品通常会享有较高的价格与利润率; (2) Milwaukee 以及充电式地板清洁产品的营收占比提升可望持续优化产品组合。
- **估值与投资建议。**我们看好公司的营收及毛利率向上趋势可望优于同业, 而美国政府的 2 兆基础建设投资则将替我们的获利预估带来潜在上修空间。合理价值 66.3 港元/股, 系根据 2020 年预估每股收益的 23 倍(接近过去五年市盈率范围 18-24 倍的高点)而得出, 首次覆盖, 给予买入评级。
- **风险提示。**市场需求不如预期; 政策不确定性; 同业竞争激烈。

盈利预测:

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万美元)	7,021	7,667	8,198	9,129	9,946
增长率(%)	16	9	7	11	9
归母净利润 (百万美元)	552	615	679	781	874
增长率(%)	17	11	10	15	12
EPS (美元/股)	0.30	0.34	0.37	0.43	0.48
市盈率 (P/E)	24.3	21.8	19.6	17.0	15.2
市净率 (P/B)	4.4	3.9	3.6	3.2	2.9

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心 (备注: 美元兑港币汇率为 7.75)

公司评级

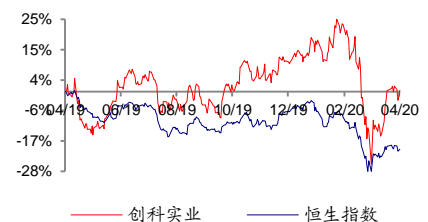
买入

当前价格	56.95 港元
合理价值	66.3 港元
报告日期	2020-04-24

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,830/1,830
总市值 (百万港元) /	104,234/
流通市值 (百万港元)	104,234
一年内最高/最低 (港元)	70.90/42.45
30 日日均成交量/	6.40/
成交额 (百万)	341.30
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	-14.8/-0.0

相对市场表现



分析师:

蒲得宇



SAC 执证号: S0260519030002

SFC CE No. BNO719



852-37192085



jeffpu@gfgroup.com.hk

相关研究:

联系人:

郑家懿

(香港)

elsacheng@gfgroup.com.hk

目录索引

一、全球第二大电动工具品牌	4
二、核心竞争力在于技术优势	9
(一) 三大关键: 电池、马达及韧体	9
(二) 持续开拓专业用户市场的产品线	11
(三) 相较同业, 表现稳健	12
三、电动工具业务仍为成长主轴	15
(一) MILWAUKEE 为营收及获利成长推手	15
(二) 地板护理业务应逐渐站稳脚步	16
四、盈利预测	17
五、估值和投资建议	19
六、风险提示	20

图表索引

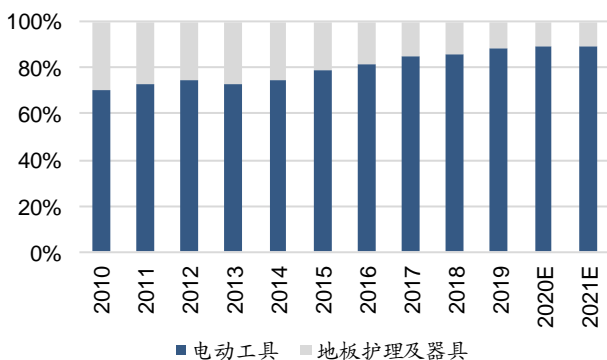
图 1: 营收比重 (按产品分类)	4
图 2: 营收比重 (按市场分类)	4
图 3: 创科市占率稳定提升	5
图 4: 2018 年全球电动工具市场区域别占比	6
图 5: 创科全球生产基地分布	8
图 6: 创科握有自制能力的电动工具关键零组件	10
图 7: 创科营收占比变化 (终端市场别)	12
图 8: 电动工具品牌数比较	13
图 9: 2019 年电动工具营收占比比较 (终端市场别)	13
图 10: 营收同比比较	13
图 11: 电动工具业务营收同比比较	13
图 12: 毛利率比较	14
图 13: 2019 年营收占比比较 (地区别)	14
图 14: 研发费用比率比较	14
图 15: 股东权益报酬率比较	14
图 16: Milwaukee 营收同比增长持续远超越整体电动工具营收同比	15
图 17: 地板业务的营业同比及营业利润率走势	16
图 18: 获利同比持续超越营收同比	17
图 19: 创科毛利率及营业利润率稳健提升	17
图 20: 每股盈餘及股东权益报酬率皆持续成长	18
图 21: 股利发放率维持上升趋势	18
图 22: 12 个月远期 P/E	19
图 23: 12 个月远期 P/B	20
表 1: 公司发展沿革	5
表 2: 创科实业 - 前十大股东 (2020/4/23 持股情况)	6
表 3: 公司产品列表	7
表 4: 充电式电动工具、插电式电动工具以及气动工具之比较	9
表 5: 产品比较	11
表 6: 创科目标市场之行业应用别	12
表 7: 半年度/年度利润表	18
表 8: 可比同业估值	19

一、全球第二大电动工具品牌

创科实业成立于1985年，1990年于香港交易所上市，并在2019年3月纳入恒生指数成分股。公司以代工厂起家生产电动工具，其后为求转型，先于1999年收购英国吸尘器品牌Vax，即开始了收购吸尘器、电动工具品牌之路，至今公司拥有12个品牌。主要业务为电动工具(包括配件、储存及手动工具)以及地板护理。就电动工具而言，举凡DIY市场及专业用户市场所需的产品，创科皆有销售，包括电钻、锤钻、工业用工作灯、钳子、夹子、除草机、储物箱、电池及充电器等，而公司有超过90%的电动工具皆为充电式。地板护理业务的产品主要包括充电式吸尘器、地毯清洗机、地毯清洁剂、空气清净机等。公司身为全球第二大品牌电动工具商，市占率仅落后史丹利百得。根据史丹利百得的投资者关系简报，创科在2014-2018年的市占率相较于其他同业有稳定提升趋势，并于2018年达到10%(对比史丹利百得的16%)。我们预估在创科营收成长幅度优于整体产业的情况下，其市占率在2019年进一步提升至12%。就创科的营收组成来看，因其核心品牌Milwaukee以及Ryobi的营收动能相对强劲，且公司的地板护理业务已退出部分欧洲市场，故电动工具的营收占比在过去10年从71%一路扩大至2019年的89%；相对地，地板业务则从29%缩小至11%。以区域别来看，受到房屋材质以及人力成本因素的影响，北美市场对于电动工具的需求程度较高，故公司在2019年有77%的营收来自北美，而欧洲及亚洲分别占15%及8%。

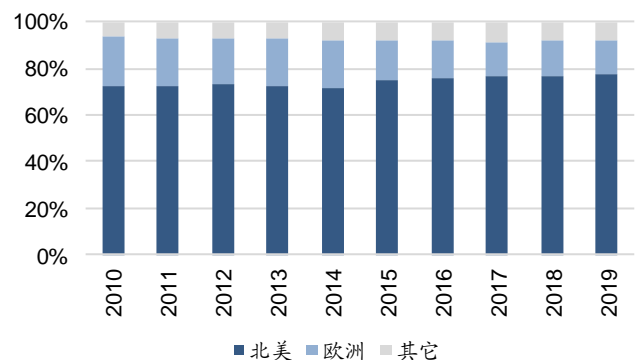
创科在2001年开始在Home Depot贩售其DIY相关产品后，便和Home Depot建立起长期合作关系，而Home Depot也一直是公司最大客户，在2019年占营收比重达47%。除了Milwaukee以外的品牌，大多以Home Depot为单一销售渠道。而Milwaukee因为以工匠和专业用户为目标市场，便和其它超过3,000家的通路商合作。

图 1: 营收比重 (按产品分类)



数据来源：创科年报，广发证券发展研究中心

图 2: 营收比重 (按市场分类)



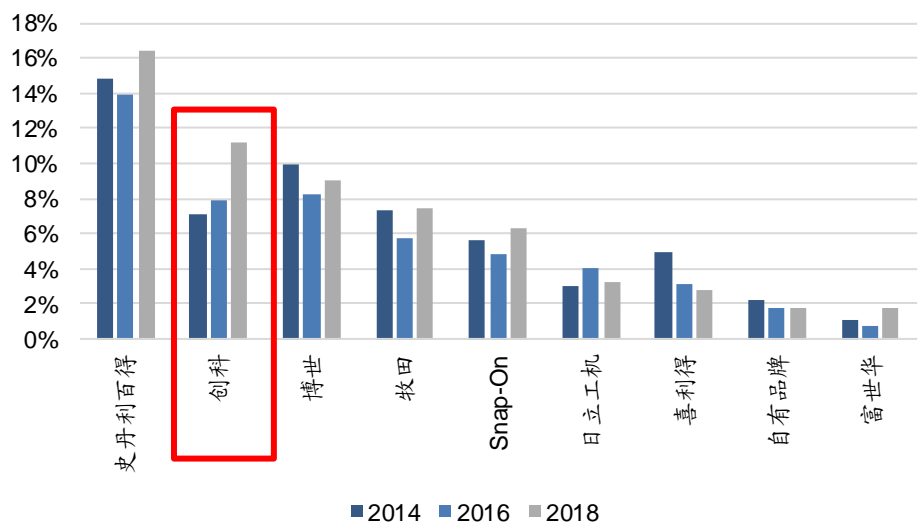
数据来源：创科年报，广发证券发展研究中心

表 1: 公司发展沿革

年	主要发展
1985	公司成立
1988	在东莞成立第一座厂房
1990	于香港交易所上市
1999	收购 Vax
2000	收购 Ryobi 在北美洲的电动工具品牌使用权
2001	收购 Ryobi 在欧洲的电动工具及户外园艺电动工具品牌使用权、和 The Home Depot 合作
2002	收购 Ryobi 在澳洲及纽西兰的电动工具及户外园艺电动工具品牌使用权以及 Homelite
2003	收购 ROYAL、Dirt Devil
2004	收购 Ryobi 在北美洲的户外园艺电动品牌使用权
2005	收购 Milwaukee、AEG 及 DreBo
2007	收购 Hoover、STILETTO
2013	收购 ORECK、Hart Tools
2014	收购 Empire
2018	收购 Imperial Blades
2019	成为恒生指数成分股

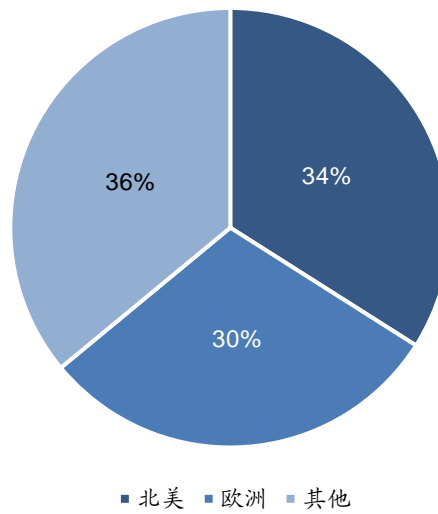
数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 3: 创科市占率稳定提升



数据来源: 史丹利百得投资者关系简报, 广发证券发展研究中心

图 4: 2018年全球电动工具市场区域别占比











数据来源: 史丹利百得投资者关系简报, 广发证券发展研究中心

表 2: 创科实业 - 前十大股东 (2020/4/23持股情况)

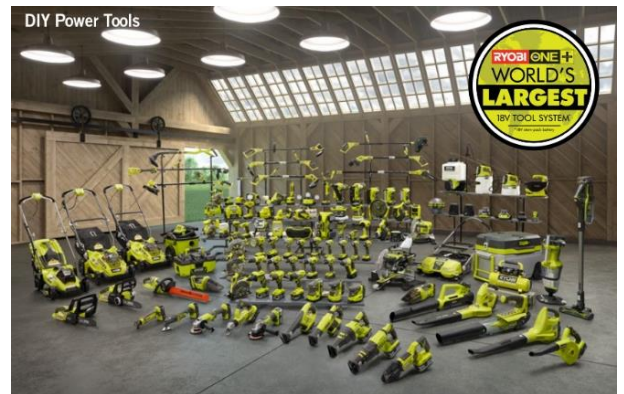
排名	股东	持股比例
1	Pudwill Horst Julius	20.1%
2	JPMorgan Chase & Co.	7.0%
3	The Bank of New York Mellon Corporation	5.8%
4	Artisan Partners	5.1%
5	Mitsubishi UFJ Financial Group	5.1%
6	Schroders PLC	3.3%
7	Chung Chi-Ping	2.7%
8	Vanguard Group Inc	2.2%
9	Pudwill Stephan Horst	2.1%
10	Cordless Industries Inc	2.0%

数据来源: 彭博, 香港交易及结算所, 广发证券发展研究中心

表 3: 公司品牌列表

电动工具、配件、储存及手动工具			
			
公司的核心电动工具品牌，以专业用户为主	专注 DIY 市场，销售电动及户外园艺工具	电动工具品牌，以专业用户为主	销售工具配件
			
销售户外园艺工具	以工程承建商为主的手动工具	销售绘图及计量工具	主要销售钛金属手动工具及槌子

主要品牌之部分产品示意图



地板护理及器具			
			
主要销售充电式家庭清洁产品	主要销售吸尘器及空气净化产品	聚焦英国的地板护理品牌	以直立式充电吸尘器为主要产品

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

受到中美贸易战的影响，公司加速生产基地的多角化，已接连在越南、墨西哥及美国增加产能。公司目前在中国及美国分别有2座及6座工厂，而在越南、德国、捷克及墨西哥分别各有1座。公司在中美贸易战前约有70%-80%的产能来自中国，在中国产能之绝对金额持稳，并拓展全球生产基地的情况下，现在中国产能大约占65-70%。为持续增加生产基地多角化，公司今年在美国会多增加一座厂房。

图 5: 创科全球生产基地分布



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

二、核心竞争力在于技术优势

(一) 三大关键：电池、马达及韧体

充电式电动工具相较气动工具以及有线电动工具，原先有续航力不足、容易过热、较重、出力不足以及价格昂贵等缺点，但随着电池、马达技术的演进，以及电池芯成本的降低，前述提到的缺点已大多改善，且因为其为无线，携带及移动更为方便，连带使得使用效率变高，故市场接受度逐渐提升。而根据创科，充电式电动工具在一些适用于重工的产品别，像是水泥墙冲击电钻、重型钻等的渗透率仍低，而这些都是都将会是创科的潜在市场。

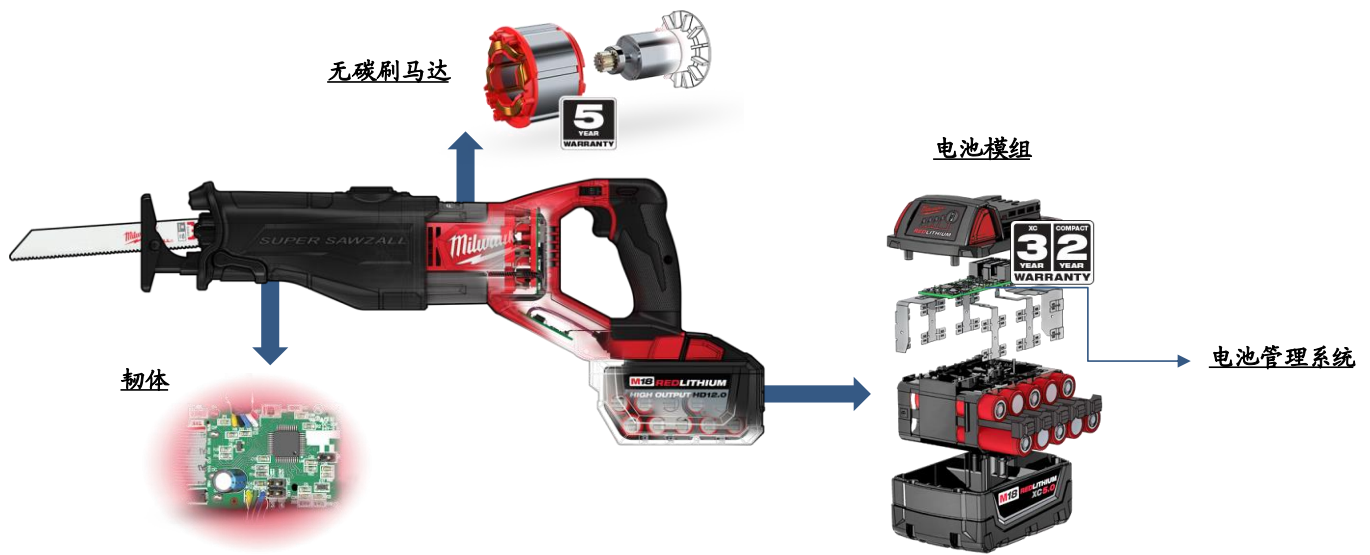
表 4: 充电式电动工具、插电式电动工具以及气动工具之比较

种类	充电式电动工具	插电式电动工具	气动工具
			
优点	移动性、灵活性较高；较安静；电池可以运用到同电池平台的其他产品上	不须购买电池；较为便宜	较为便宜；动力较强
缺点	价格相对较高；额外电池成本	移动较不方便；较难收存	移动较不方便；噪音；有设置空气管路的成本；较难收存

数据来源：广发证券发展研究中心

创科比起其他同业更快投入自主研发制造关键零组件电池、马达，以及韧体，也因此拥有更高的自制比率，而研发费用比率也相较同业为高。但也由于公司掌握了无线充电式电动工具的核心技术，所以相较其他同业，可以推出效能更高的产品，订价也因此位居市场第一。透过持续研发投入，公司维持产品创新的能力。基于此，公司每年通常会有1/3的营收来自新产品。







图 6: 创科握有自制能力的电动工具关键零组件



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

根据公司,除了电池芯是向日韩厂商购买外, **电池模组**的其它部份都是创科自主研发制造。电池模组的核心技术并非在组装,是在**电池管理系统 (Battery Management System, BMS)**以及专利的多寡,而创科在美国就握有远超过100个与电池模组相关的专利。以公司两个核心品牌为例, Milwaukee跟 Ryobi的电池模组各别固定在12V/18V以及18V/40V,而不像其他竞争者推出众多不同电压的电池模组,这有赖于公司对于电池模组技术的高度掌握,才可以在提升效能之下,又不需改变电池模组电压。我们正向看待电池模组将创造的稳定收入,主因在各别品牌下,相同电压的产品别相较其他竞争者更多,在选择较多的条件下,消费者将更倾向购买创科的电动工具及电池。而为了让电池充份发挥其效能,公司亦自制**无碳刷马达**。相对于传统马达,无碳刷马达有不会产生火花、较轻、运作时间更长等优势。除了零组件外,公司的**韧体**也是自己研发的,透过软体设计,可以针对不同的材质辨别电池要提供多少能量,而马达也能进一步改变电流或转速,藉以提升使用效率。

表 5: 产品比较

品牌	Milwaukee (创科)	Dewalt (史丹利百得)	牧田
电动工具			
			
型号	2853	DCF887	XDT14Z
产品系列	M18 Fuel	20V Max	18V
每分钟最高回转数	3,600	3,250	3,600
每分钟最高打击数	4,300	3,800	3,800
长度(mm)	116	135	117
重量(磅)	2.2	2.0	2.3
伏特数	18V	18V	18V
最大扭矩 (磅力英寸)	2,000	1825	1550
空机价格 (美元)	299	169	129
电池模组 (最高规格)			
			
最大电量 (Ah)	12.0	12.0	6.0
重量 (磅)	3.0	3.2	1.5
价格 (美元)	219	269	159

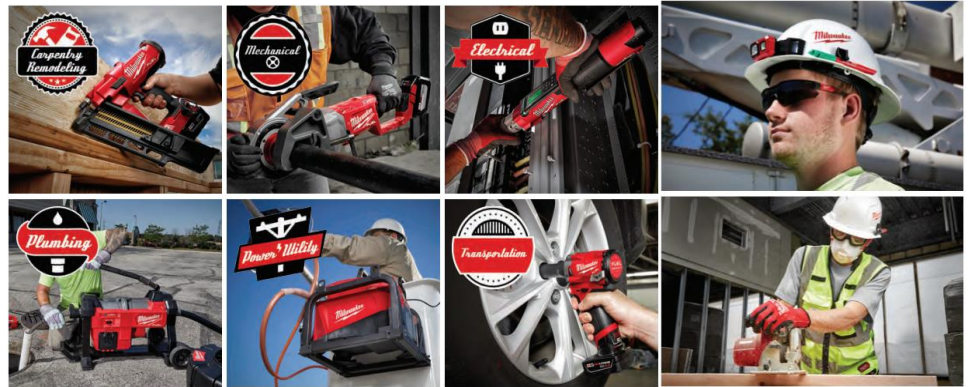
数据来源: Home Depot, 广发证券发展研究中心

(二) 持续开拓专业用户市场的产品线

若以电动工具的终端市场来看,可以大致区分为DIY市场及专业用户市场,其中专业用户市场包括工业建筑、维修保养、运输基础设施建设、配电、石油及天然气等行业应用,相较DIY市场有更多的商机。创科持续扩充Milwaukee产品类别,藉由打入新的行业应用来扩大潜在市场。也因此,创科的专业用户营收贡献百分点从2016年的45-50%提升至2019年的60%左右,公司并目标在未来持续将占比提升。而我们认为美国总统特朗普近期计划推出的2兆美元基础建设设计画(包括造桥、铺路及挖隧道等)有机会为创科带来更多的营收向上空间。

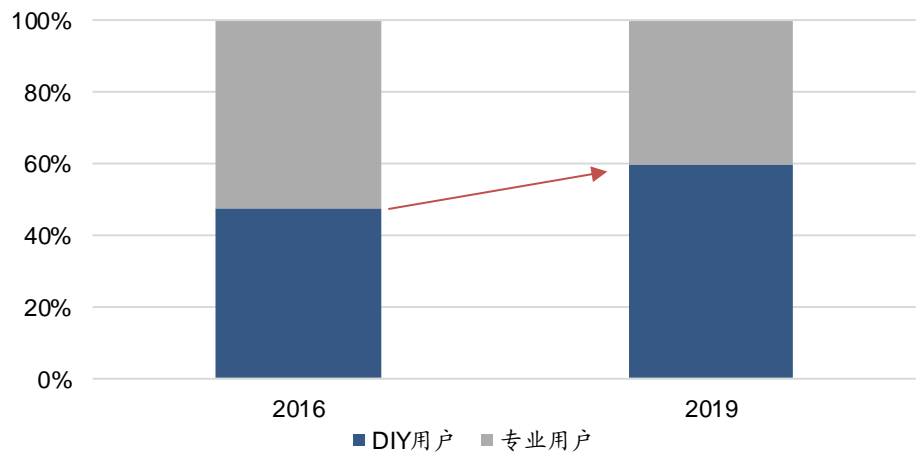
表 6: 创科目标市场之行业应用别

商业建筑	工业建筑	装修及工程改造
保养与维修	住宅建筑	专业美化
运输基建	配电	汽车技术员
机构建筑	石油及天然气	农业
炼油	能源基建	生产组装
采矿	运输设备	数据通讯
办公室建筑	家具/木工	拆卸



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 7: 创科营收占比变化 (终端市场别)



数据来源: 广发证券发展研究中心

(三) 相较同业, 表现稳健

以市占率为基准, 公司主要竞争对手为史丹利百得以及牧田。相较于这两家竞争对手, 创科在专业用户市场的营收占比相对较低。然而, 公司在过去凭借产品创新、专业用户市场的拓展, 不论是营收、毛利率或是股东权益报酬率, 皆较同业来得稳定成长。相较于史丹利百得未来计画持续以并购方式提高营收成长 (从内生营收

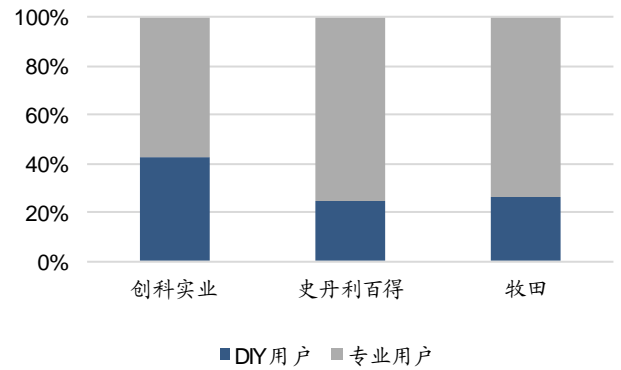
中个位数成长拉高至低双位数成长), 创科表示目前没有进一步并购的计画, 打算靠着领先的技术以及产品创新为动能, 拥有相较同业更高的成长性 (内生营收成长为高个位数)。另外, 就地区别营收来看, 相较同业, 创科更聚焦在欧美市场, 亚洲占2019年营收比重不到10%。中国目前因为人工成本相对便宜, 所以对于创科的产品需求不大, 但创科已打进铁路建设产业。在亚洲, 韩国以及中国的基础建设都是公司未来潜在目标市场。

图 8: 电动工具品牌数比较



数据来源: 广发证券发展研究中心

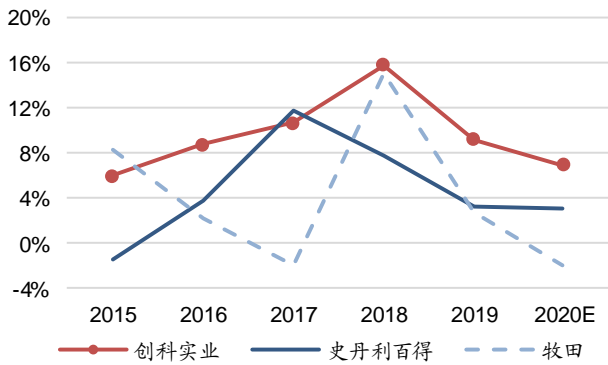
图 9: 2019年电动工具营收占比比较 (终端市场别)



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

*牧田财年为前年度4月至当年度3月

图 10: 营收同比比较

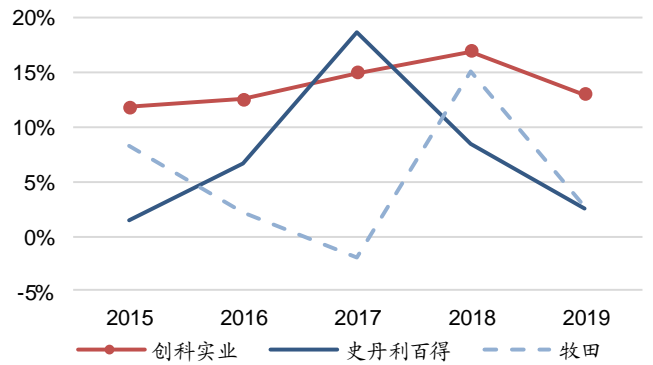


数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

*牧田财年为前年度4月至当年度3月

**2020年史丹利百得及牧田的成长率为公司自估

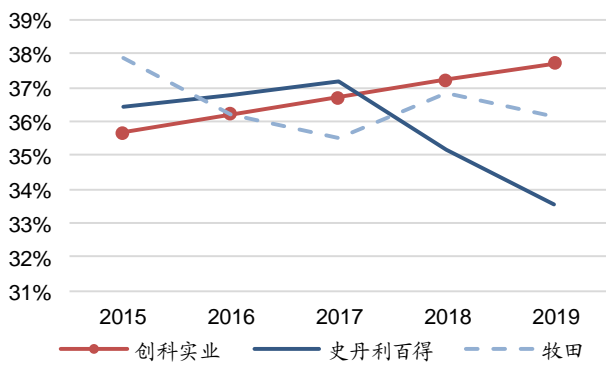
图 11: 电动工具业务营收同比比较



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

*牧田财年为前年度4月至当年度3月

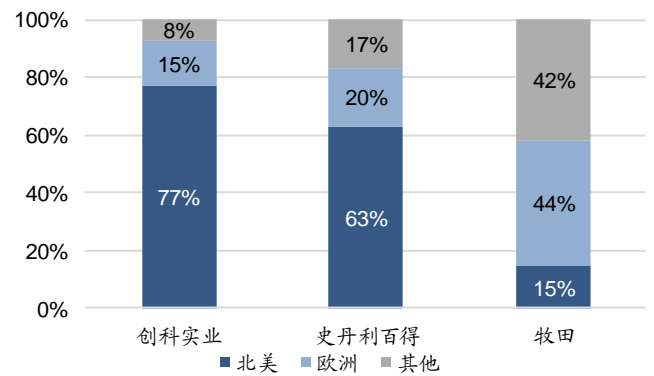
图 12: 毛利率比较



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

*牧田财年为前年度 4 月至当年度 3 月

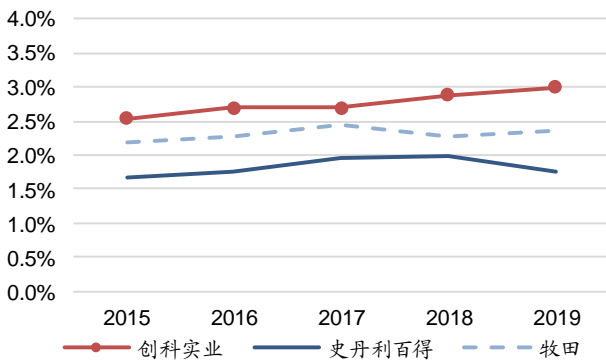
图 13: 2019年营收占比比较(地区别)



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

*牧田财年为前年度 4 月至当年度 3 月

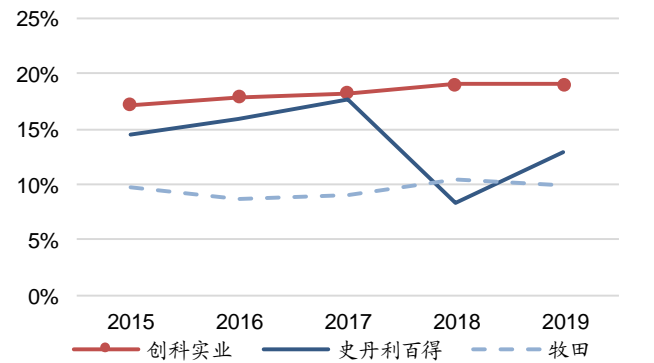
图 14: 研发费用比率比较



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

*牧田财年为前年度 4 月至当年度 3 月

图 15: 股东权益报酬率比较



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

*牧田财年为前年度 4 月至当年度 3 月

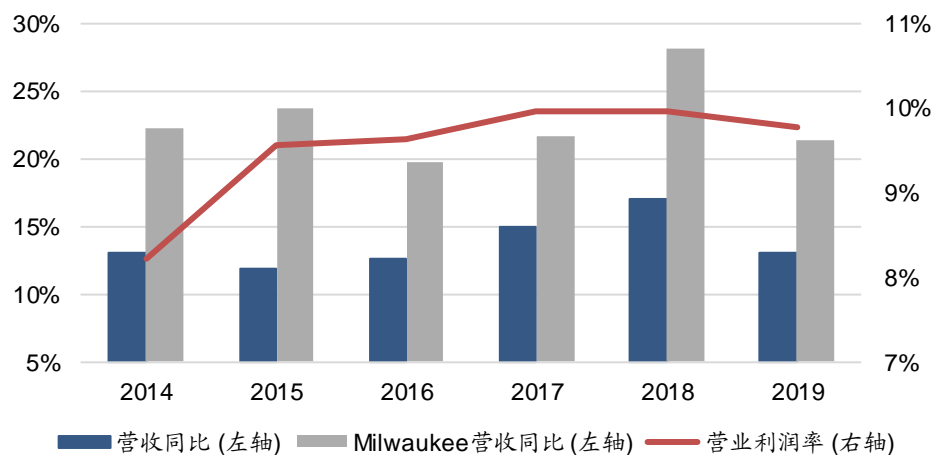
三、电动工具业务仍为成长主轴

(一) Milwaukee 为营收及获利成长推手

以电动工具业务而言，Milwaukee及Ryobi成长性相较其他创科自有品牌亮眼。跟以DIY市场为主力的Ryobi不同，Milwaukee以专业用户为主，产业包括电气、机械、工程改造、运输维修等。因为公司过去在专业用户市场的渗透率较低，凭借技术优势及产品创新，即使产品单价相较市面上其他品牌来得高，自2015以来Milwaukee的营收成长一直维持在20%以上，并为驱动公司整体营收及毛利率向上趋势最重要的推手。以该品牌而言，主要有M12及M18充电式电动工具系列，这两类平台之下，产品分别超过100种及200种，而电池分别为12V及18V。在同一平台下的所有产品，都可以共用同一电压的电池。而公司更于去年11月推出新的系列MX FUEL，进一步扩展至轻型建筑设备市场。公司藉由持续打进潜在市场，预期Milwaukee在未来3年的营收年复合成长率仍可维持在20%的水准，继续扮演推升公司营收和毛利率成长的关键。

至于Ryobi，公司亦看好该品牌在2020年可有高个位数的成长性，而充电式割草机将为Ryobi主要动能，系因充电式割草机的成长空间仍大。根据创科，虽然割草机在全球的市场规模有90亿美元，但因其它竞争者的电池技术不足以发展这类产品，充电式割草机只占这个市场的1%，而创科的充电式割草机在去年的成长超过200%。值得一提的是，创科的充电式割草机电池亦与Ryobi其他产品相同，故公司相当看好同一电池平台所能创造的潜在需求。

图 16: Milwaukee营收同比增长持续远超越整体电动工具营收同比

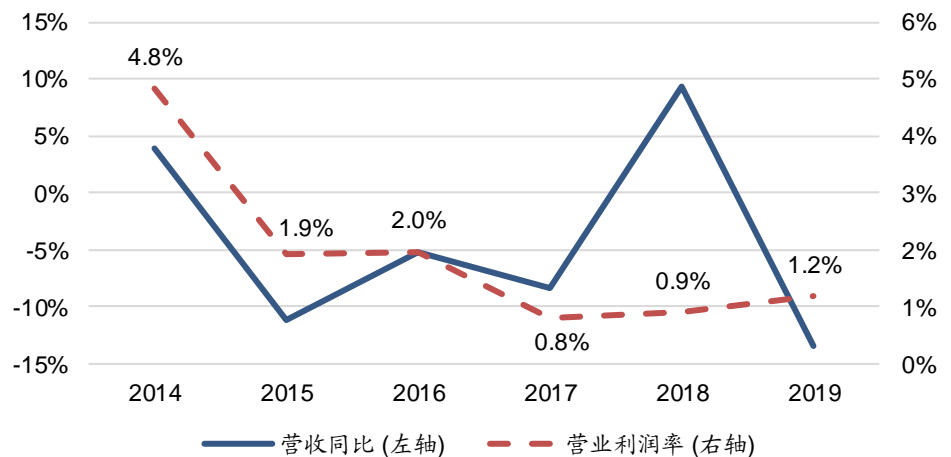


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

(二) 地板护理业务应逐渐站稳脚步

地板业务在过去几年营收衰退的主要原因为公司策略调整，减少插电式地板护理产品的推出以及退出部分国家销售。根据创科，公司无法完全退出插电式地板护理市场，乃是为维护和经销商间的关系。但公司预计将电动工具的电池技术与策略运用在其充电式地板护理产品，并且在产品组合调整后，该业务的营收同比在2020年应可持平，而营业利润率可持续改善。

图 17: 地板业务的营业同比及营业利润率走势



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

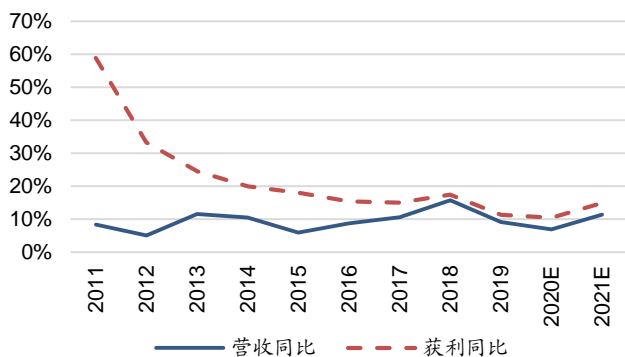
四、盈利预测

预期归母净利润于20/21年达美元6.8亿元/7.8亿元，同比+11%/+15%

回顾2019年，创科营收达美元76.67亿，同比增长9%，营收动能来自电动工具业务（同比增长13%），其中Milwaukee增长21.3%。而地板护理及器具业务的营收同比降低13%，主因公司退出部分欧洲市场。2019年的毛利率及营业利润率分别提升0.5个百分点及0.1个百分点至37.7%及8.8%，主要受惠于产品组合持续优化。若将营业利润率就不同业务拆分来看，电动工具业务的营业利润率相较于上年度略为下滑0.2个百分点，来到9.8%，系因公司持续增加研发投入以及为分散生产线的一次性投资。而地板护理及器具业务则受惠于产品组合改善，营业利润率改善0.3个百分点，来到1.2%。受惠于营收及毛利率持续扩张，归属于母公司净利同比增加12%，达到美元6.15亿（每股盈餘：美元0.34）。

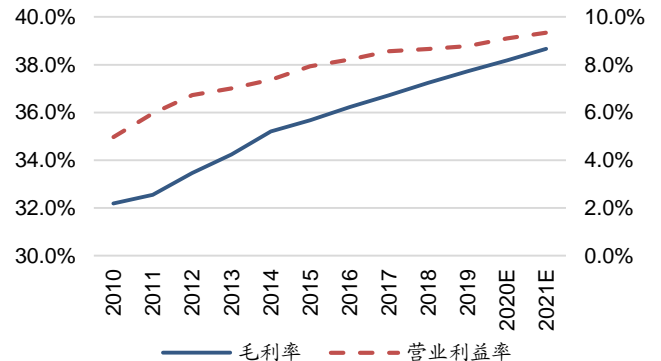
展望2020年，公司于今年3月初的2019年业绩会表示2020年目标为：(1) 营收高个位数成长；(2) 毛利率扩张0.5个百分点；(3) 净利成长幅度高于营收成长。公司表示目前尚未看到疫情对于终端需求有太大的影响，主要原因有二：(1) DIY及户外用品市场因为“Work from Home”政策，需求有撑；(2) 以Milwaukee而言，在商用市场上，大多数的基础设施并未受到“Stay at Home”的限制，仍持续开工。我们因此预期2020年营收成长7%，仍优于产业整体成长性(根据Applied Market Research，其预测全球电动工具机产业的市场规模在2020-2027年将享有5%的CAGR)，主因我们正向看待公司的产品策略及技术优势。并且，我们认为部分需求受疫情影响将递延至2021年，故预期2021年营收同比可达11%。毛利率方面，受惠于Milwaukee营收持续强劲成长以及地板护理业务的产品组合优化，我们预期创科的毛利率可持续扩张，在2020年进一步提升0.5个百分点至38.2%。综上，预估2020年归属于母公司净利将增长11%来到美元6.79亿（每股盈餘：美元0.37）。

图 18: 获利同比持续超越营收同比



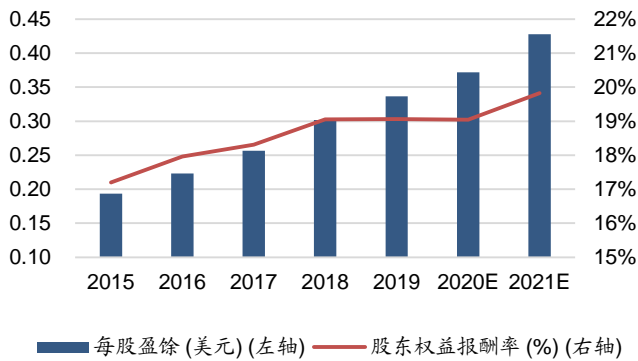
数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

图 19: 创科毛利率及营业利润率稳健提升



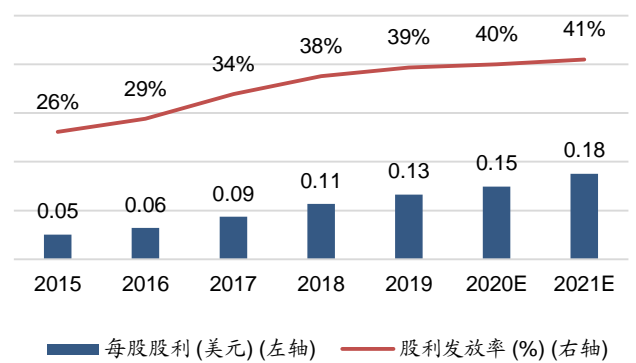
数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

图 20: 每股盈余及股东权益报酬率皆持续成长



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图 21: 股利发放率维持上升趋势



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

表 7: 半年度/年度利润表

百万美元	2019	1H20E	2H20E	2020E	1H21E	2H21E	2021E
营业收入	7,667	4,002	4,195	8,198	4,417	4,712	9,129
营业成本	-4,774	-2,479	-2,589	-5,067	-2,712	-2,887	-5,599
毛利润	2,893	1,523	1,607	3,130	1,705	1,825	3,530
营业费用	-2,219	-1,176	-1,208	-2,384	-1,316	-1,361	-2,677
营业利润	673	347	399	746	389	464	853
营业外收入	-12	-8	-8	-15	-7	-6	-13
税前利润	661	339	391	731	383	457	840
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0
所得税	-46	-24	-27	-51	-27	-32	-59
归母净利润	615	315	364	679	356	425	781
摊薄每股收益 (美元)	0.34	0.17	0.20	0.37	0.19	0.23	0.43
摊薄后股数 (百万股)	1,832	1,826	1,826	1,826	1,826	1,826	1,826
获利能力 (%)							
毛利率	37.2%	38.1%	38.3%	37.7%	38.6%	38.7%	38.2%
营业利润率	8.8%	8.7%	9.5%	9.1%	8.8%	9.8%	9.3%
归母净利率	7.9%	7.9%	8.7%	8.0%	8.1%	9.0%	8.3%
所得税率	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
成长能力 (同比)							
营业收入	9%	7%	7%	7%	10%	12%	11%
营业利润	11%	10%	11%	11%	12%	16%	14%
归母净利润	11%	11%	10%	10%	13%	17%	15%
摊薄每股收益	12%	11%	10%	10%	13%	17%	15%
营收拆分 (%)							
电动工具	89%	90%	88%	89%	90%	89%	90%
地板护理及器具	11%	10%	12%	11%	10%	11%	10%

数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

五、估值和投资建议

我们使用市盈率(P/E)估值法，系因我们认为市场主要关注创科的获利前景。因为电动工具产业拥有稳健的终端需求，市场多以市盈率估值法来反映股票价值。我们看好创科在今天的获利成长、毛利率及股东权益报酬率均优于产业平均的预期下，相对可比同业具有一定溢价。另外，我们正向看待产品/市场策略将持续引领公司成长，对比公司过去5年远期市盈率范围13-24倍，给予公司23倍2020年每股盈餘，得出合理价值为66.3港元/股。首次覆盖，给予买入评级。

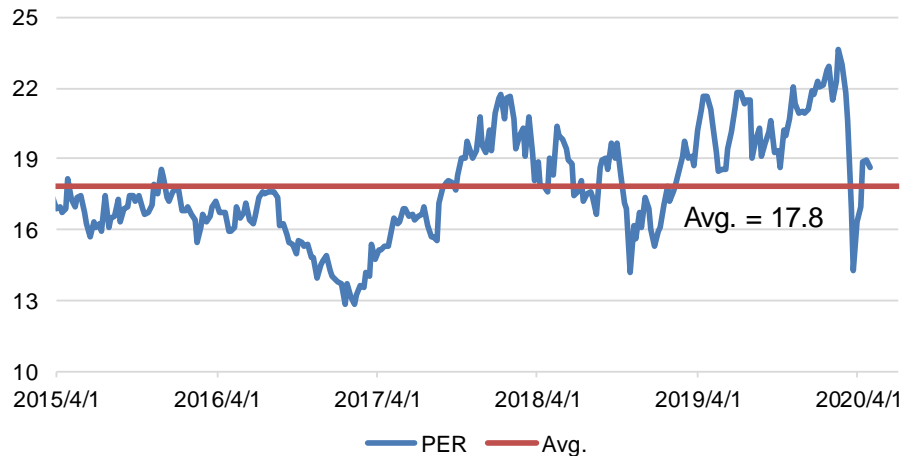
表 8: 可比同业估值

	股号	股价 货币单位	EPS 货币单位	股价	市值 百万美金	EPS			EPS YoY (%)			P/E (倍)			P/B (倍)			ROE (%)		
						2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
创科实业	00669 HK	港币	美元	56.45	13,330	0.34	0.37	0.43	11.7	10.5	15.0	21.6	19.6	17.0	3.9	3.6	3.2	19.1	19.0	19.8
同业																				
史丹利百得	SWK US	美元	美元	105.83	16,301	6.44	6.52	8.08	58.6	1.2	23.9	16.4	16.2	13.1	2.1	1.7	1.6	13.0	10.8	13.1
牧田*	6586 JP	日元	日元	3290.00	8,557	205.37	175.28	156.38	1.5	-14.7	-10.8	16.0	18.8	21.0	1.6	1.5	1.4	9.9	8.2	6.7
Snap-On	SNA US	美元	美元	113.67	6,178	12.59	6.91	10.62	4.2	-45.1	53.7	9.0	16.5	10.7	1.8	1.8	n.a.	21.3	15.0	n.a.
富世华	HUSQB SS	瑞典币	瑞典币	58.90	3,458	4.42	2.72	4.59	108.5	-38.5	68.8	13.3	21.7	12.8	2.0	1.9	1.7	15.2	9.0	13.7
平均									43.2	-24.2	33.9	13.7	18.3	14.4	1.9	1.7	1.6	14.8	10.8	11.2

数据来源：彭博、广发证券发展研究中心 *牧田财年为前年度4月至当年度3月

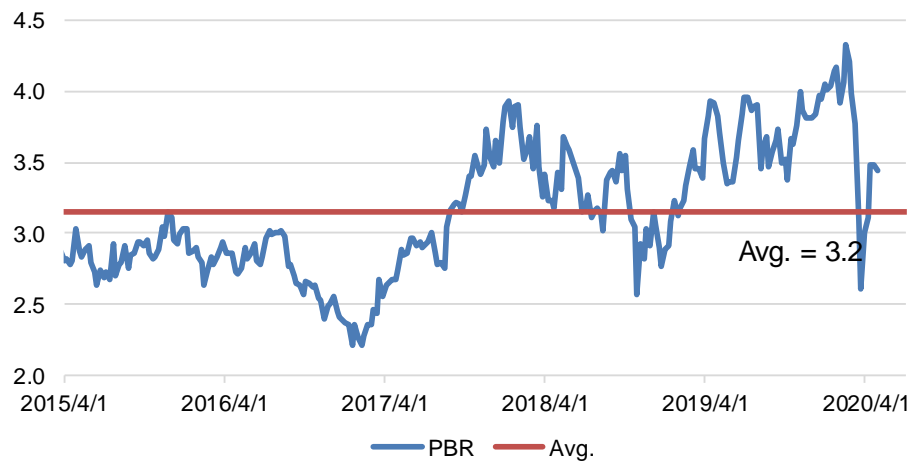
注：除创科预测来自广发证券发展研究中心，其余均来自彭博一致预期

图 22: 12个月远期 P/E



数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

图 23: 12个月远期 P/B



数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

六、风险提示

市场需求不如预期：假设疫情影响市场需求的情况较预期长久，可能导致营收规模放缓以及库存水位偏高。

政策不确定性：为因应疫情，假设政府的建设活动暂时停摆，将导致创科的营收放缓，并且因毛利率较高的产品需求降低，亦将导致毛利率扩张幅度不如预期。

同业竞争激烈：假设同业的技术追赶上或是超越创科，或导致创科失去竞争优势，进一步失去市场份额。

至12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,225	5,024	5,063	5,644	6,174
货币资金	1,170	1,461	1,404	1,654	1,884
应收及预付	1,089	1,161	1,288	1,401	1,516
存货	1,767	2,113	2,083	2,301	2,485
其他流动资产	199	288	288	288	288
非流动资产	2,124	2,674	2,837	2,915	2,987
长期股权投资	4	3	3	3	3
固定资产	791	1,087	1,223	1,274	1,316
在建工程	-	-	-	-	-
无形资产	1,202	1,248	1,274	1,302	1,330
其他长期资产	127	337	337	337	337
资产总计	6,349	7,698	7,900	8,559	9,160
流动负债	2,616	3,218	3,075	3,331	3,540
短期借款	255	732	732	732	732
应付及预收	1,921	2,177	2,035	2,291	2,500
其他流动负债	439	308	308	308	308
非流动负债	676	1,086	1,086	1,086	1,086
长期借款	540	755	755	755	755
应付债券	-	-	-	-	-
其他非流动负债	135	331	331	331	331
负债合计	3,292	4,304	4,161	4,417	4,626
股本	655	662	662	662	662
资本公积/留存收益	2,403	2,732	3,077	3,480	3,872
归属母公司股东权益	3,058	3,395	3,740	4,142	4,535
少数股东权益	-0	-0	-0	-0	-0
负债和股东权益	6,349	7,698	7,900	8,559	9,160

至12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,021	7,667	8,198	9,129	9,946
营业成本	-4,407	-4,774	-5,067	-5,599	-6,048
研发费用	-203	-230	-254	-292	-318
销售费用	-1,103	-1,195	-1,271	-1,424	-1,561
管理费用	-708	-805	-868	-971	-1,073
其它收入	7	11	9	10	10
营业利润	607	673	746	853	956
财务费用	-13	-12	-15	-13	-16
资产减值损失	-	-	-	-	-
公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资净收益	0	0	0	0	0
其它营业外收入	0	0	0	0	0
税前利润	595	661	731	840	940
所得税	-42	-46	-51	-59	-66
净利润	553	615	679	781	874
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	552	615	679	781	874
EBITDA	849	1,288	1,425	1,634	1,830
EPS (元)	0.30	0.34	0.37	0.43	0.48

至12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	794	724	794	1,073	1,161
净利润	552	615	679	781	874
折旧摊销	242	325	354	367	378
营运资金变动	65	-162	-239	-75	-91
其它	-66	-54	0	0	0
投资活动现金流	-424	-568	-515	-439	-430
资本支出	-259	-457	-375	-300	-300
投资变动	-136	-159	-142	-146	-149
其他	-29	47	2	7	19
筹资活动现金流	-106	163	-337	-385	-500
银行借款	-30	692	0	0	0
债券融资	-	-	-	-	-
股权融资	1	7	0	0	0
其他	-77	-536	-337	-385	-500
汇率影响数	-24	-11	0	0	0
现金净增加额	240	308	-57	249	230
期初现金余额	864	1,104	1,412	1,355	1,604
期末现金余额	1,104	1,412	1,355	1,604	1,834

至12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力(%)					
营业收入增长	16	9	7	11	9
营业利润增长	17	11	11	14	12
归属母公司净利润增长	17	11	10	15	12
获利能力(%)					
毛利率	37.2	37.7	38.2	38.7	39.2
净利率	7.9	8.0	8.3	8.6	8.8
ROE	19.1	19.1	19.0	19.8	20.1
ROIC	15.4	14.8	15.1	16.0	16.5
偿债能力					
资产负债率(%)	51.8	55.9	52.7	51.6	50.5
净负债比率(%)	Net cash	0.8	2.2	Net cash	Net cash
流动比率(x)	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7
速动比率(x)	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
营运能力(x)					
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	6.4	6.6	6.4	6.5	6.6
存货周转率	2.5	2.3	2.4	2.4	2.4
每股指标(美金)					
每股收益	0.30	0.34	0.37	0.43	0.48
每股经营现金流	0.43	0.51	0.57	0.63	0.69
每股净资产	1.67	1.86	2.05	2.27	2.48
估值比率(x)					
P/E	24.2	21.6	19.6	17.0	15.2
P/B	4.4	3.9	3.6	3.2	2.9
EV/EBITDA	2.1	1.4	1.2	1.1	1.0

广发海外研究小组简介

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 廖凌：首席分析师，海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。7年策略及中小市值研究经验。2019年财新•机构投资者大陆榜单（II China）投资组合策略第一名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2019年新财富最佳宏观研究（团队）第一名。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，15-18年Asiamoney最佳台湾地区硬体分析师，2018 Thomson Asia Top Stock Picker硬体行业第三名，CFA。
- 胡翔宇：海外大消费行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者•财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012-2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名、第4名、第2名（团队）。2019年财新•机构投资者大陆榜单（II China）互联网行业第三名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，八年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2019年新财富最佳机械团队第一名、2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，新财富最佳汽车行业分析师2019年第一名团队成员，水晶球2019年第一名团队成员，2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2017年《亚洲货币》（Asiamoney）香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》（Asiamoney）中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘峤：海外大消费行业高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾地区TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业分析师，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外大消费行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外大消费行业研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡俊韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证

券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。