

坚朗五金

002791

审慎增持 (维持)

新品类高速增长，Q2 盈利能力创新高

2020年8月27日

市场数据

市场数据日期	2020-08-26
收盘价(元)	137.47
总股本(百万股)	321.54
流通股本(百万股)	156.44
总市值(百万元)	44202.10
流通市值(百万元)	21505.36
净资产(百万元)	3386.44
总资产(百万元)	5728.05
每股净资产	10.53

相关报告

《坚朗五金 2019 年业绩快报点评：收入再超预期，盈利持续提升》

《坚朗五金：收入高增长，盈利水平持续向上》

分析师：

黄杨

huangyang@xyzq.com.cn

S0190518070004

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5255	6750	8496	10367
同比增长	36.4%	28.5%	25.9%	22.0%
净利润(百万元)	439	701	946	1175
同比增长	155.2%	59.6%	34.9%	24.2%
毛利率	39.8%	40.8%	40.5%	40.2%
净利率	8.4%	10.4%	11.1%	11.3%
净资产收益率(%)	14.3%	18.3%	20.3%	20.6%
每股收益(元)	1.37	2.18	2.94	3.65
每股经营现金流(元)	1.92	2.24	2.67	3.21

投资要点

- 2020 年上半年公司实现营业总收入 25.98 亿元，同比增长 24.36%，其中 Q2 实现收入 17.98 亿元，同比提升 39.62%，较一季度明显改善。门窗五金系统、家居类产品、其他建筑五金产品、点支承玻璃幕墙构配件、门控五金系统、不锈钢护栏构配件上分别实现收入 14.50 亿元、3.53 亿元、4.05 亿元、1.53 亿元、1.29 亿元、0.89 亿元，分别同比变动 14.31%、86.91%、137.53%、-30.60%、-5.66%、-3.73%，智能锁、密封胶条、新风系统等门窗、家居类新产品，经过培育收入增长较快。
- 2020 年上半年公司实现综合毛利率 42.59%，较去年同期上升 2.43pct；实现净利率 9.81%，较去年同期上升 4.12pct。公司在 Q1、Q2 的毛利率分别同比变动-0.20pct、3.44pct，随着前期积压的需求迅速释放，二季度规模效益显现，盈利能力迅速提升，Q2 盈利能力达历史最高；门窗五金系统、其他建筑五金产品、家居类产品的毛利率分别为 45.91%、37.67%和 39.97%，分别同比变动 2.41pct、3.12pct 和 3.74pct，毛利率提升一方面系不锈钢、铝合金等原材料价格下降，另一方面系高毛利率的新品类增长较快所致。
- 2020 年上半年公司期间费用率为 26.93%，同比下降 3.92pct，主要系销售费用率下降所致。销售费用率为 16.90%，同比降低 3.26pct，一方面系直营渠道+品类扩充，公司渠道优势的效益凸显，另一方面系云采平台带来效率提高；管理费用率同比降低 0.13pct，研发费用率同比下降 0.46pct。
- 2020 年上半年公司资产减值损失+信用损失占比为 2.27%，较去年提升 0.66pct，主要系本报告期坏账准备增加所致；每股经营性现金流净额为 -1.14 元，较去年增加 0.08 元/股。
- 盈利预测及评级：我们预计 2020-2022 年公司归母净利润 7.01 亿元、9.46 亿元、11.75 亿元，对应 8 月 26 日 PE 分别为 63.0 倍、46.7 倍、37.6 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：渠道拓展不及预期、房地产市场下行、新品类扩充不及预期、原材料价格上升、应收账款带来坏账损失

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

- **公司发布半年报:** 报告期内实现营业收入 25.98 亿元, 同比增长 24.36%; 实现归母净利润 2.31 亿元, 同比增长 91.60%。其中 Q2 实现营业收入 17.98 亿元, 同比提升 39.62%; 实现归母净利润 2.23 亿元, 同比提升 95.68%。

点评

- **2020 年上半年公司实现营业总收入 25.98 亿元, 同比增长 24.36%, 其中 Q2 实现收入 17.98 亿元, 同比提升 39.62%, 较一季度明显改善。**
 - 1) 分季度来看, 公司在 Q1、Q2 分别实现营业收入 8.0 亿元、17.98 亿元, 分别同比变动-0.15%、39.62%, 随着复工复产推进, 二季度收入快速增长;
 - 2) 分行业来看, 公司在建筑五金行业和其他行业中分别实现收入 25.78 亿元和 0.20 亿元, 分别同比增长 24.16%和 59.32%, 主要系市场需求下公司多个大类销售收入增加所致;
 - 3) 分产品来看, 公司在门窗五金系统、家居类产品、其他建筑五金产品、点支承玻璃幕墙构配件、门控五金系统、不锈钢护栏构配件上分别实现收入 14.50 亿元、3.53 亿元、4.05 亿元、1.53 亿元、1.29 亿元、0.89 亿元, 分别同比变动 14.31%、86.91%、137.53%、-30.60%、-5.66%、-3.73%, 智能锁、密封胶条、新风系统等门窗、家居类新产品, 经过培育收入增长较快;
 - 4) 分地区来看, 公司在国内和国外地区分别实现收入 23.23 亿元和 2.75 亿元, 分别同比增长 23.73%和 30.01%, 公司利用积累的海外市场资源, 发挥海外子公司的本土化优势, 收入快速增长。
- **2020 年上半年公司实现综合毛利率 42.59%, 较去年同期上升 2.43pct; 实现净利率 9.81%, 较去年同期上升 4.12pct, 净利率上升幅度高于毛利率主要系期间费用率有所下降。**
 - 1) 分季度来看, 公司在 Q1、Q2 的毛利率分别为 39.38%、44.05%, 分别同比变动-0.20pct、3.44pct, 随着前期积压的需求迅速释放, 二季度规模效益显现, 盈利能力迅速提升, Q2 盈利能力达历史最高;
 - 2) 分行业来看, 公司在建筑五金企业的毛利率为 42.71%, 同比变动 2.40pct;
 - 3) 分产品来看, 公司在门窗五金系统、其他建筑五金产品、家居类产品的毛利率分别为 45.91%、37.67%和 39.97%, 分别同比变动 2.41pct、3.12pct 和 3.74pct, 毛利率提升一方面系不锈钢、铝合金等原材料价格下降, 另一方面系高毛利率的新品类增长较快所致;
 - 4) 分地区来看, 公司在国内和国外的毛利率分别为 42.94%和 39.64%, 分别同比变动 3.54pct 和-7.28pct, 国内毛利率有所提升。
- **2020 年上半年公司期间费用率为 26.93%, 同比下降 3.92pct, 主要系销售费**

用率下降所致。

- 1) 销售费用率为 16.90%，同比降低 3.26pct，销售费用为 4.39 亿元，同比增加 4.25%，具体来看，差旅及房租费、会议展览费、车辆费等均有所下降，股权激励费用增加 0.14 亿元；销售费率的下降，一方面系直营渠道+品类扩充，公司渠道优势的效益凸显，另一方面系云采平台带来效率提高；
 - 2) 管理费用率为 5.29%，同比降低 0.13pct，管理费用为 1.38 亿元，同比增加 21.41%，其中新增股权激励费用 0.11 亿元；
 - 3) 研发费用率为 4.76%，同比下降 0.46pct，研发费用为 1.24 亿元，同比上升 13.47%，主要系研发投入增加所致；
 - 4) 财务费用率为-0.03%，同比降低 0.07pct，主要系利息支出减少所致。
- **2020 年上半年公司资产减值损失+信用损失占比为 2.27%，较去年提升 0.66pct，主要系本报告期坏账准备增加所致。**公司 2020 年上半年信用减值损失为 5734.33 万元，主要为应收账款坏账损失项目；资产减值损失为 152.84 万元，主要为存货跌价损失及合同履行成本减值损失。
 - **2020 年上半年公司每股经营性现金流净额为-1.14 元，较去年增加 0.08 元/股。**经营性现金流净额与上年同期相比有所改善。
 - 1) 分季度来看，公司 Q1、Q2 每股经营性现金流净额分别为-1.44 元、0.30 元，较去年同期变动-0.42 元、0.50 元；
 - 2) 从收、付现比的角度来看，公司 2020 年上半年收、付现比分别为 86.24%和 151.35%，分别较去年上升 2.9pct 和 20.78pct。
 - **完善渠道+品类扩充持续驱动收入增长，集成效益带来费率下降。**公司作为国内建筑配套件品类最多的集成供应商，借助直销渠道及品牌，持续增加品类、扩大和延伸产品线以满足客户多样化需求，新品类的放量带动整体收入扩张。与此同时，直营销售网络的规模效益和集成效益凸显，人均创收持续增长，并伴随着销售费率下降，未来公司盈利能力有望持续提升。
 - **盈利预测及评级：**我们预计 2020-2022 年公司归母净利润 7.01 亿元、9.46 亿元、11.75 亿元，对应 8 月 26 日 PE 分别为 63.0 倍、46.7 倍、37.6 倍，维持“审慎增持”评级。
 - **风险提示：**渠道拓展不及预期、房地产市场下行、新品类扩充不及预期、原材料价格上升、应收账款带来坏账损失

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3749	4805	5824	7249	营业收入	5255	6750	8496	10367
现金	657	1438	1915	2549	营业成本	3163	3997	5057	6205
应收账款	1212	1437	1649	2012	营业税金及附加	37	48	68	83
其他应收款	66	83	104	128	营业费用	985	1181	1461	1762
预付账款	29	41	49	61	管理费用	267	358	408	492
存货	944	991	1252	1536	财务费用	-0	-12	-23	-28
其他流动资产	841	815	854	964	资产减值损失	-15	17	18	20
非流动资产	1204	1295	1432	1552	公允价值变动收				
长期投资	136	100	110	111	益	4	4	4	5
固定资产	621	743	837	912	投资净收益	-8	-9	-10	-10
无形资产	272	320	373	430	营业利润	499	792	1068	1327
其他非流动资					营业外收入	1	2	2	2
产	174	132	112	99	营业外支出	3	3	4	5
资产总计	4952	6100	7255	8802	利润总额	498	790	1066	1324
流动负债	1755	2166	2478	2985	所得税	58	92	125	155
短期借款	21	21	23	22	净利润	439	698	941	1169
应付账款	707	999	1187	1476	少数股东损益	0	-3	-5	-6
其他流动负债	1027	1146	1268	1487	归属母公司净利润	439	701	946	1175
非流动负债	36	25	29	31	EBITDA	599	880	1163	1434
长期借款	2	4	5	7	EPS(元)	1.37	2.18	2.94	3.65
其他非流动负									
债	34	21	24	24					
负债合计	1791	2190	2506	3016	主要财务比率				
少数股东权益	91	87	82	77	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
股本	322	322	322	322	成长能力				
资本公积	982	982	982	982	营业收入	36.4%	28.5%	25.9%	22.0%
留存收益	1866	2519	3363	4405	营业利润	158.9%	58.7%	34.9%	24.2%
归属母公司股东权					归属于母公司净利				
益	3071	3823	4667	5709	润	155.2%	59.6%	34.9%	24.2%
负债和股东权益	4952	6100	7255	8802	获利能力				
					毛利率(%)	39.8%	40.8%	40.5%	40.2%
					净利率(%)	8.4%	10.4%	11.1%	11.3%
					ROE(%)	14.3%	18.3%	20.3%	20.6%
					ROIC(%)	22.1%	31.5%	36.9%	39.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	36.2%	35.9%	34.5%	34.3%
					净负债比率(%)	1.34%	1.14%	1.12%	0.95%
					流动比率	2.14	2.22	2.35	2.43
					速动比率	1.59	1.76	1.84	1.91
					营运能力				
					总资产周转率	1.17	1.22	1.27	1.29
					应收账款周转率	4	5	5	5
					应付账款周转率	5.22	4.69	4.63	4.66

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	619	720	859	1032
净利润	439	698	941	1169
折旧摊销	100	99	118	136
财务费用	-0	-12	-23	-28
投资损失	8	9	10	10
营运资金变动	13	-77	-212	-292
其他经营现金				
流	58	3	25	36
投资活动现金流	-460	-2	-307	-294
资本支出	225	158	169	176
长期投资	144	-36	10	1

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

公司点评报告(带市场行情)

其他投资现金流	-91	120	-128	-117	每股指标(元)				
筹资活动现金流	63	63	-75	-103	每股收益(最新摊薄)	1.37	2.18	2.94	3.65
短期借款	-10	-0	2	-1	每股经营现金流(最新摊薄)	1.92	2.24	2.67	3.21
长期借款	2	1	1	2	每股净资产(最新摊薄)	9.55	11.89	14.51	17.76
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	6	0	0	0	P/E	100.61	63.03	46.73	37.63
其他筹资现金流	65	62	-78	-104	P/B	14.40	11.56	9.47	7.74
现金净增加额	222	781	477	634	EV/EBITDA	72	49	37	30

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%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	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn