

坚朗五金 (002791.SZ)

化危为机，多点开花全面发展

事件：公司发布 2020 年中报。实现营业收入 25.98 亿元，较上年同期增 24.36%；实现归属于母公司净利润为 2.31 亿元，较上年同期增 91.6%；归母扣非后净利润 2.27 亿元，同比增长 90.96%。

Q2 收入增长近 40%，新品多点开花、收入扩张加速，集成优势显现：分业务来看，门窗五金增长保持稳健，同时公司集成供应平台优势持续显现，新品类培育和拓展效果明显，家居类产品和其他建筑五金产品占比提升明显，家居类产品收入同比增长 86.9%，收入占比提高至 13.6%，其他建筑五金类产品收入同比增长 138%，收入占比提高至 15.6%；Q2 收入增长近 40%，产品集成供应优势显现之下，预计销售人均产值继续保持快速提高趋势。上半年在疫情影响下公司在直销渠道、仓储物流、云采平台等多方面的竞争优势发挥明显，份额进一步扩张。

原料成本下降+精益制造+议价能力提升推动毛利率提高，新品毛利率提升较为明显：整体毛利率 42.59%，较上年同期提高 2.43 个百分点，主要受益于原材料成本下降、产能利用率提升下制造端规模效应的体现以及公司对客户议价能力的提升；核心产品门窗五金毛利率同比提高 2.4 个百分点，家居类产品和其他建筑五金产品收入高增同时，毛利率也继续保持提升势头，家居类产品毛利率提高了 3.74 个百分点，其他建筑五金类产品毛利率提高了 3.12 个百分点。期间费用率下降了 3.92 个百分点，主要来自于集成供应平台协同和规模效应显现下的销售费用率的明显下降。

经营性现金流净额同比略有改善，收现比有所提高：期内经营性现金流为净流出 3.68 亿元，较上年同期略有改善（2019 年上半年为净流出 3.94 亿元），其中 Q2 经营性现金流净流入 0.95 亿元，上年同期为净流出 0.67 亿。上半年收现比 86.2%，较上年同期提高 3 个百分点，现金回款较上年同期有所改善；付现比 107%，较上年提高了 23 个百分点。期末存货余额 11.31 亿元，较年初增加 1.89 亿，主要是公司在期内增加原材料储备所致（原材料余额较年初增加 1 亿元）；相较其他以工程业务为主的建材企业，公司针对小 B 客户的建筑配套件集成供应模式在客户服务、盈利能力、现金回款等方面的优势体现的持续显现。

投资建议：坚朗经过长期摸索已经形成了多品类平台和小 B 客户模式，运营效率和管理边界大大扩张。随着公司多品类逐渐培育成熟和渠道投入趋于平稳，集成供应的规模效应和协同效应逐渐释放，销售人均产值提升之下，业绩弹性和经营质量提升已经显现；尤其是上半年在疫情影响下，公司化危为机，建筑配套件集成供应优势发挥更加明显，借助此前品类的培育布局和经营效率上的提升，实现了业绩的快速增长，新品类多点开花，如海贝斯、新安东、格兰斯卡等子公司进入快速发展期，未来多品类拓展有望不断放量。我们继续看好公司未来成长和经营杠杆的空间，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 7.01、10.10 和 13.73 亿元，对应 EPS 分别 2.18、3.14 和 4.27 元，对应 PE 分别为 63.1、43.8、32.2 倍；维持“买入”评级。

风险提示：下游建筑业波动风险、主要原材料价格波动风险、新市场开拓对业务可持续性增长的风险、并购整合风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,853	5,255	6,843	8,935	11,409
增长率 yoy (%)	21.2	36.4	30.2	30.6	27.7
归母净利润(百万元)	172	439	701	1,010	1,373
增长率 yoy (%)	-9.9	155.2	59.5	44.1	36.0
EPS 最新摊薄(元/股)	0.54	1.37	2.18	3.14	4.27
净资产收益率 (%)	5.9	13.9	18.1	20.9	22.2
P/E (倍)	256.8	100.6	63.1	43.8	32.2
P/B (倍)	16.0	14.4	11.7	9.3	7.3

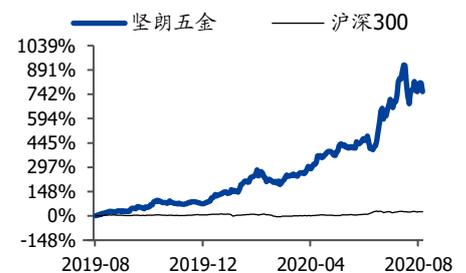
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	其他建材
前次评级	买入
最新收盘价	137.47
总市值(百万元)	44,202.10
总股本(百万股)	321.54
其中自由流通股(%)	48.34
30 日日均成交量(百万股)	1.39

股价走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号：S0680518030009

邮箱：huangshitao@gszq.com

分析师 房大磊

执业证书编号：S0680518010005

邮箱：fangdalei@gszq.com

相关研究

- 《坚朗五金 (002791.SZ)：效率持续提升，业绩预告超预期》2020-07-09
- 《坚朗五金 (002791.SZ)：利润现金流齐飞，云采增色鲲鹏展翅》2020-04-29
- 《坚朗五金 (002791.SZ)：收入增长超预期，效率持续提升》2020-02-28



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3153	3749	4584	5714	7287	营业收入	3853	5255	6843	8935	11409
现金	447	657	977	1510	2178	营业成本	2389	3163	4075	5280	6733
应收票据及应收账款	1390	1538	1884	2224	2846	营业税金及附加	30	37	48	63	80
其他应收款	44	66	77	110	129	营业费用	810	985	1232	1564	1940
预付账款	22	29	37	49	61	管理费用	224	267	335	420	536
存货	904	944	1094	1306	1559	研发费用	184	253	328	429	536
其他流动资产	347	515	515	515	515	财务费用	2	0	7	6	-6
非流动资产	876	1204	1452	1755	2086	资产减值损失	37	-15	-34	-40	-51
长期投资	87	136	183	230	282	其他收益	13	4	5	4	5
固定资产	539	621	817	1067	1332	公允价值变动收益	0	4	1	1	1
无形资产	156	272	282	294	312	投资净收益	3	-8	5	6	10
其他非流动资产	95	174	171	164	161	资产处置收益	-2	-5	-3	-2	-2
资产总计	4030	4952	6036	7469	9373	营业利润	193	499	791	1142	1552
流动负债	1175	1755	2140	2603	3163	营业外收入	1	1	3	2	2
短期借款	32	21	21	21	21	营业外支出	5	3	3	3	3
应付票据及应付账款	694	1068	1401	1799	2282	利润总额	190	498	791	1141	1551
其他流动负债	449	666	718	783	860	所得税	21	58	93	133	181
非流动负债	11	36	36	36	35	净利润	169	439	699	1007	1369
长期借款	0	2	2	2	1	少数股东损益	-3	0	-2	-3	-4
其他非流动负债	11	34	34	34	34	归属母公司净利润	172	439	701	1010	1373
负债合计	1186	1791	2176	2638	3198	EBITDA	267	579	864	1231	1658
少数股东权益	89	91	89	86	82	EPS (元)	0.54	1.37	2.18	3.14	4.27
股本	322	322	322	322	322						
资本公积	976	982	982	982	982						
留存收益	1458	1866	2466	3348	4563						
归属母公司股东权益	2755	3071	3771	4745	6094						
负债和股东权益	4030	4952	6036	7469	9373						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	32	619	670	999	1171
净利润	169	439	699	1007	1369
折旧摊销	89	100	96	126	162
财务费用	2	0	7	6	-6
投资损失	-3	8	-5	-6	-10
营运资金变动	-268	13	-129	-136	-345
其他经营现金流	43	58	2	1	1
投资活动现金流	-230	-460	-342	-424	-483
资本支出	115	225	202	256	279
长期投资	-109	-144	-47	-45	-52
其他投资现金流	-224	-379	-187	-213	-256
筹资活动现金流	-38	63	-7	-43	-20
短期借款	32	-10	0	0	0
长期借款	0	2	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	6	0	0	0
其他筹资现金流	-69	65	-7	-42	-19
现金净增加额	-239	222	320	532	668

主要财务比率					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	21.2	36.4	30.2	30.6	27.7
营业利润(%)	-14.2	158.9	58.5	44.3	35.9
归属于母公司净利润(%)	-9.9	155.2	59.5	44.1	36.0
获利能力					
毛利率(%)	38.0	39.8	40.5	40.9	41.0
净利率(%)	4.5	8.4	10.2	11.3	12.0
ROE(%)	5.9	13.9	18.1	20.9	22.2
ROIC(%)	5.7	13.7	17.9	20.5	21.6
偿债能力					
资产负债率(%)	29.4	36.2	36.1	35.3	34.1
净负债比率(%)	-14.6	-20.0	-24.7	-30.7	-34.9
流动比率	2.7	2.1	2.1	2.2	2.3
速动比率	1.6	1.5	1.6	1.6	1.8
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.2	1.2	1.3	1.4
应收账款周转率	3.3	3.6	4.0	4.4	4.5
应付账款周转率	4.1	3.6	3.3	3.3	3.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.54	1.37	2.18	3.14	4.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.10	1.92	2.08	3.11	3.64
每股净资产(最新摊薄)	8.57	9.55	11.73	14.76	18.95
估值比率					
P/E	256.8	100.6	63.1	43.8	32.2
P/B	16.0	14.4	11.7	9.3	7.3
EV/EBITDA	164.5	74.7	49.7	34.4	25.2

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

坚朗五金：化危为机，多点开花全面发展	4
Q2 收入增长近 40%，新品收入扩张加速，集成优势显现	4
原料成本下降+精益制造+议价能力提升推动毛利率提高，新品毛利率提升较为明显	5
平台集成&规模效应持续显现，销售费用率明显下降	5
经营性现金流净额同比略有改善，收现比有所提高	6
投资建议	6
风险提示	6

图表目录

图表 1: 坚朗五金季度收入变化（百万元）	4
图表 2: 坚朗五金季度净利润变化（百万元）	4
图表 3: 坚朗五金季度毛利率和净利率变化	5
图表 4: 坚朗五金销售、管理+研发费用率变化	5
图表 5: 坚朗五金经营性现金流净额变化（百万元）	6
图表 6: 坚朗五金季度收现比、付现比变化	6

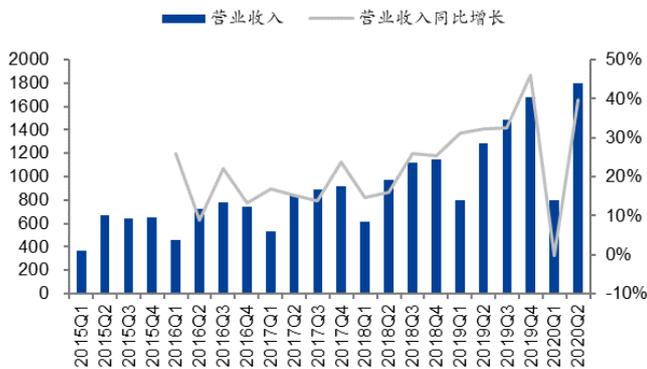
坚朗五金：化危为机，多点开花全面发展

公司发布 2020 年中报：实现营业收入 25.98 亿元，较上年同期增 24.36%；实现归属于母公司净利润为 2.31 亿元，较上年同期增 91.6%；归母扣非后净利润 2.27 亿元，同比增长 90.96%。

Q2 收入增长近 40%，新品收入扩张加速，集成优势显现

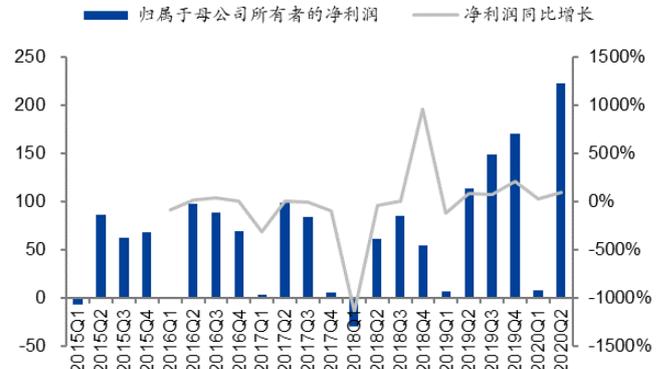
- 分业务来看，核心业务门窗五金保持稳健增长，家居类产品和其他建筑五金产品收入增长加速、占比提升明显：公司围绕建筑构配件集成供应商的战略定位，以“研发+制造+服务”的全链条销售模式，在保持现有门窗五金等优势产品份额提升同时，不断拓展新产品、积极整合行业优质资源，发挥销售渠道优势有针对性地拓展新市场的同时，不断提升产业发展能力。分业务来看，门窗五金上半年实现收入 14.5 亿元，同比增长 14.31%，在上半疫情影响下，门窗五金业务保持稳健增长，优势地位和市场份额进一步巩固提高；同时公司产品集成供应平台优势持续显现，新品类培育和拓展效果明显，收入增速明显加快、占比进一步提升，如智能锁、密封胶条、新风系统等产品收入增长明显；家居类产品实现收入 3.53 亿元，同比增长 86.9%，占总收入的比重为 13.6%，较上年同期提升了 4.6 个百分点，其中坚朗海贝斯（智能锁产品为主）销售 1.35 亿元，同比增长 40%，保持高速增长势头，盈利能力有明显提升；其他建筑五金类产品收入 4.05 亿元，同比增长 138%，收入占比提高至 15.6%，较上年同期提高了 7.43 个百分点。
- Q2 收入增长近 40%，产品集成供应优势显现之下，销售人均产值继续保持快速提高趋势：公司 Q1-Q2 收入分别同比增长-0.15 和 39.6%，一季度受到疫情影响较大，二季度经营恢复明显，季度收入增速恢复至 40% 左右增长，在疫情影响下，公司在直销渠道、仓储、云采平台等多方面的竞争优势发挥明显，随着渠道优势和产品集成优势持续体现，家居类和其他建筑五金产品等新品收入增长加快，销售人均产值提高趋势继续保持，我们预计 2020 年上半年销售人员同比增长 10% 左右，销售人均收入同比预计增长 13-15% 左右，Q2 人均产值增长更为明显。
- 云采平台“战疫”结硕果，助力经营效率持续提升：公司 2019 年初上线的云采平台，针对客户与销售人员的“服务、支持、减负、增效”为核心，实现业务简单化、可视化，并形成交互平台，探索“线上下单+线下服务”新的业务模式，19 年云采平台在客户拓展、产品销售等增量拓展以及销售服务效率提升等方面效果逐渐显现，2020 年上半年在疫情影响下，线上平台优势发挥更为明显。公司云采平台在不断迭代升级，未来将持续为公司规模扩张、经营效率提升提供助力。

图表 1：坚朗五金季度收入变化（百万元）



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

图表 2：坚朗五金季度净利润变化（百万元）

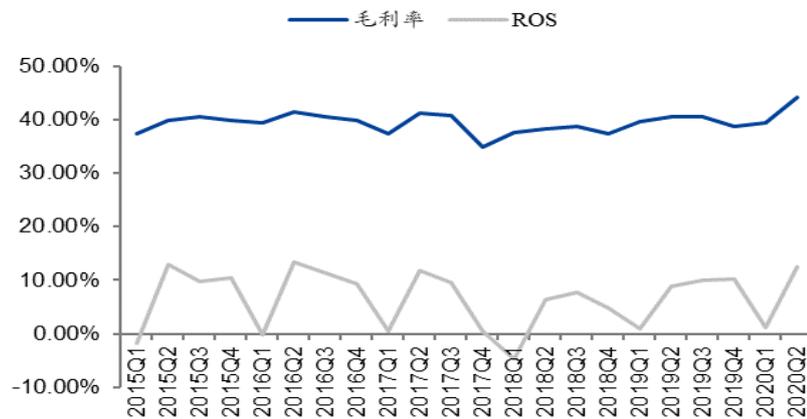


资料来源：公司公告、国盛证券研究所

原料成本下降+精益制造+议价能力提升推动毛利率提高,新品毛利率提升较为明显

整体毛利率水平较上年同期有所提高。期内公司实现毛利率**42.59%**，较上年同期提高了**2.43**个百分点。1)从产品结构来看，收入占比较高的主导产品门窗五金业务毛利率**45.91%**，较上年提高了2.4个百分点，门窗五金产品在收入保持稳健增长同时，毛利率同比亦有明显提高，预计主要受益于原材料成本下降、产能利用率提升下制造端规模效应的体现以及公司对客户议价能力的提升；家居类产品和**其他建筑五金产品在收入高增**同时，毛利率也呈现提升势头，家居类产品毛利率提高了**3.74**个百分点，其他建筑五金类产品毛利率提高了**3.12**个百分点。2)分季度来看，公司 Q1-Q2 毛利率分别为**39.33%、44.04%**，较上年同期分别提高-0.2和3.49个百分点，二季度毛利率同比有明显提高，预计主要受益于收入占比提升较为明显的家居类产品和**其他建筑五金产品**，各自毛利率均有明显提升。

图表 3: 坚朗五金季度毛利率和净利率变化

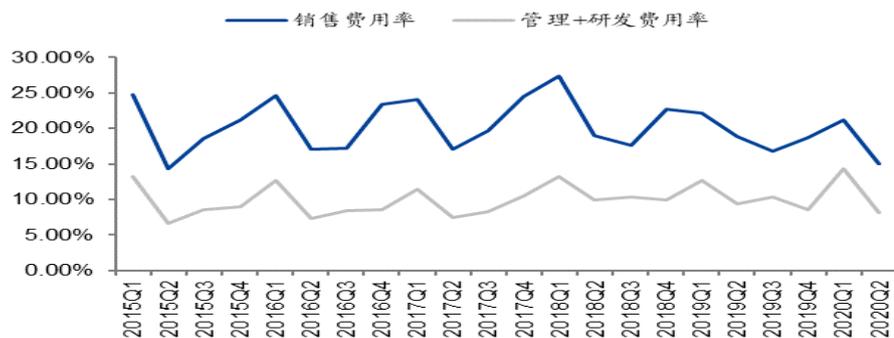


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

平台集成&规模效应持续显现,销售费用率明显下降

期内公司期间费用率**26.92%**，较上年同期下降了**3.92**个百分点，主要来自于销售费用率的明显下降。其中：1)销售费用率**16.9%**，较上年同期降了**3.26**个百分点，分季度来看，Q2销售费用率**14.97%**，同比下降了**3.93**个百分点，二季度经营恢复明显，新品扩张效果和渠道下沉效果逐步显现，集成供应模式的协同和规模效应带来销售费用率下降，预计趋势仍将延续；**细分项来看**，上半年销售职工薪酬同比增长**11%**，差旅、会议展览费用、车辆费金额同比下降明显，新增销售股权激励费用**1388**万元。2)管理费用率**5.29%**，较上年同期略降了**0.13**个百分点，研发费用**1.24**亿元，同比增长**13.5%**。

图表 4: 坚朗五金销售、管理+研发费用率变化

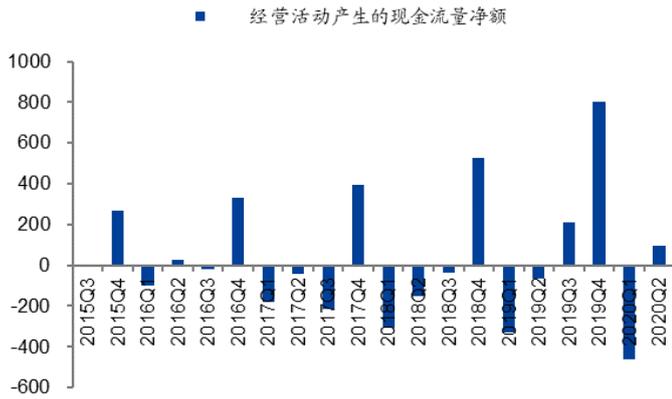


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

经营性现金流净额同比略有改善，收现比有所提高

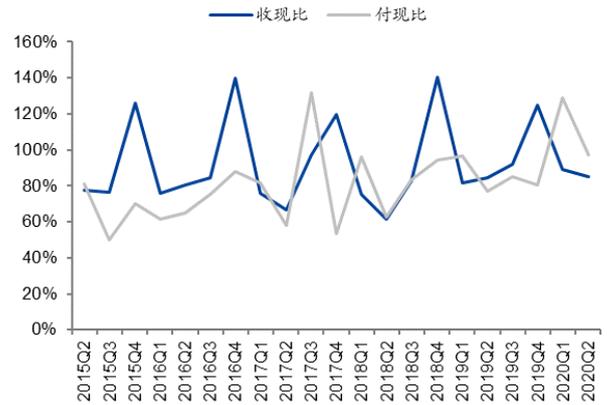
公司期内经营性现金流为净流出 3.68 亿元，较上年同期略有改善（2019 年上半年为净流出 3.94 亿元），上半年收现比有所提高，其中 Q2 经营性现金流净流入 0.95 亿元，上年同期为净流出 0.67 亿。1) **收现比情况**：期内公司收现比 86.2%，较上年同期提高 3 个百分点，现金回款较上年同期有所改善，**期末应收票据和账款 22.9 亿元，其中应收票据 2.46 亿，较年初有所下降，应收账款余额 20.46 亿，较年初增加约 8.3 亿元。**2) **付现比情况**：上半年公司付现比 107%，较上年提高了 23 个百分点。期末存货余额 11.31 亿元，较年初增加 1.89 亿，主要是公司在期内增加原材料储备所致（原材料余额较年初增加 1 亿元）；期末应付账款和票据总额 13.61 亿元，较年初增加了约 3 亿元。

图表 5: 坚朗五金经营性现金流净额变化 (百万元)



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

图表 6: 坚朗五金季度收现比、付现比变化



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

投资建议

坚朗经过长期摸索已经形成了多品类平台和小 B 客户模式，运营效率和管理边界大大扩张。随着公司多品类逐渐培育成熟和渠道投入趋于平稳，集成供应的规模效应和协同效应逐渐释放，销售人均产值提升之下，业绩弹性和经营质量提升已经显现；尤其是上半年在疫情影响下，公司化危为机，建筑配套件集成供应优势发挥更加明显，借助此前品类的培育布局 and 经营效率上的提升，实现了业绩的快速增长，新品类多点开花，如海贝斯、新安东、格兰斯卡等子公司进入快速发展期，未来多品类拓展有望不断放量。我们继续看好公司未来成长和经营杠杆的空间，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 7.01、10.10 和 13.73 亿元，对应 EPS 分别 2.18、3.14 和 4.27 元，对应 PE 分别为 63.1、43.8、32.2 倍；维持“买入”评级。

风险提示

下游建筑业波动风险

建筑五金企业直接受下游建筑业的影响，而建筑业的发展与房地产业紧密相关。最近几年国内房地产开发投资增速降低，使得建筑五金市场整体需求的增长速度放缓，如果国内房地产开发投资增速进一步下降，将对公司产品的市场需求造成负面影响。

主要原材料价格波动风险

公司生产经营所需的主要材料为不锈钢、铝合金、锌合金和零配件。公司采购的零配件材料也主要由不锈钢、铝合金和锌合金构成。不锈钢、铝合金和锌合金价格的波动对公司的经营业绩会产生一定的影响。

新市场开拓对业务可持续性增长的风险

为适应国内外城镇化全面发展的趋势，公司大力拓展营销网络，在国内外主要城市增设销售联络点，如果新市场的业务拓展无法达到预期或公司的管理提升无法支持营销网络的扩张，将会带来一定的市场开拓风险。同时公司积极拓展海外业务，全球经济形势的不确定性增加，汇率变动、业务所在地政治、经济和文化等因素加大了海外业务的风险。

并购整合风险

结合公司未来发展战略，公司将进一步加大并购整合力度，但能否通过整合实现并购目的，具有一定不确定性，整合结果也可能未充分发挥并购的协同效应，从而对公司和股东造成损失。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com