

# 五金集成供应龙头， 品类扩效率升，业绩拐点显

**建筑五金行业规模持续增长，升级整合大势所趋：（1）城镇化与节能环保驱动行业增长。**2018 年建筑行业 and 门窗五金市场规模分别为 2.05 万亿元和 310.49 亿元，2016-2018 年 CAGR 分别为 12.0%和 18.4%；2017 年幕墙产值 365 亿元，2007-2017 年 CAGR 为 17.6%。伴随城镇化率的提升，加之我国现有建筑逾 90%为高能耗建筑将面临节能改造，建筑五金行业规模有望进一步增长。**（2）产品中高端化。**随着我国整体制造业水平提升、消费升级及相关政策引导，建筑五金行业正向节能化、集成化、标准化方向发展，中高端产品更受青睐。**（3）行业整合加速，集中度有待提升。**2018 年建筑门窗收入规模 2 亿元以上的企业约占 5%，幕墙五金 CR5 不到 7%，市场高度分散。劳动力成本及材料价格上涨推动行业整合，大型集成供应商与专业小型配套企业并存，大型龙头企业有望受益于其品牌优势。

**集成供应商优势凸显，未来有望受益于前期投入：（1）营收增长显著，业绩逐渐改善。**2018 年，公司实现营业收入 38.5 亿元，同比+21.2%，2014-18 年 CAGR 为 17.4%；归母净利润为 1.72 亿元，同比-9.9%，主因公司新产品推出初期营销费用及研发投入较高。**（2）品类持续扩张，注重研发投入。**公司产品涵盖门窗五金、门控五金、点支玻璃幕墙构件等，2017 年开始进入智能锁等智能家居、卫浴及精装房五金产品，为客户提供一站式的采购服务，保证产品质量的同时，降低多个供应商采购的管理成本。2018 年，研发费用为 1.84 亿元，同比+54.3%；研发人员数量增长 203 人，新增专利 100 余项。**（3）营销网络合理布局，专注 B 端市场。**2018 年，公司销售团队超过 4000 人，国内外共设近 500 个销售网点，海外销售办事处约 60 个，全国 34 个大区仓库，保证交付时效。公司下游客户包括房产公司、幕墙公司和装饰公司，着力打造针对 B 端客户的线上服务平台，严格筛选销售人员并进行培训。此外，公司信息化系统已实现业务全程信息化，提升管理效率。

**人员效率提升，原材料价格企稳，业绩拐点可期：**2017-18 年，公司毛利率和净利率分别下滑至 38.0%和 4.4%，主因原材料价格上涨以及为推广新品销售及研发投入较高。19Q1 毛利率回升至 39.5%，相较 2016 年前仍有提升空间。2018 年，公司员工总人数达到 10333 人，其中销售人员占比 40.5%，人均销售额提升至 92.19 万元/人，规模效应初显。公司主要原材料（不锈钢、锌合金、铝合金）价格在经历 2017-18 年明显上涨后，近期稳中有降，有望带动公司毛利率企稳回升。

**投资建议：**我们预计公司 2019-2020 年营业收入分别为 47.77、58.27 亿元，同比增长 24.0%、22.0%；归母净利润为 2.79、3.53 亿元，同比增长 65.1%、26.5%；对应 EPS 分别为 0.87、1.10 元/股，对应 P/E 分别为 19.69X、15.57X，上调至“买入”评级。

**风险提示：**原料价格波动、行业竞争加剧、下游地产行业波动。

请参阅最后一页的重要声明

## 坚朗五金 (002791)

上调

买入

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

罗乾生

luoqiansheng@csc.com.cn

执业证书编号：S1440519060003

研究助理：颜慧菁

yanhuijing@csc.com.cn

021-68821600

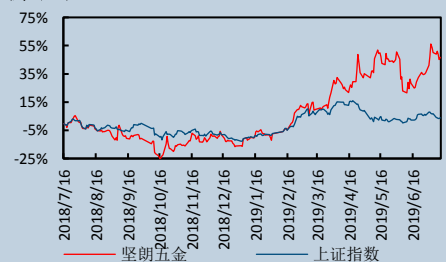
发布日期：2019 年 07 月 15 日

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	14.24/12.55	18.48/26.58	46.87/43.36
12 月最高/最低价 (元)			18.9/8.56
总股本 (万股)			32,154.0
流通 A 股 (万股)			16,110.63
总市值 (亿元)			55.02
流通市值 (亿元)			27.57
近 3 月日均成交量 (万)			200.42
主要股东			
白宝鲲鹏			35.39%

### 股价表现



### 相关研究报告

19.05.28 坚朗五金(002791):业绩逐季增长,五金龙头规模显

## 目录

一、建筑五金行业持续增长，升级整合大势所趋.....	3
（一）城镇化与节能环保，为建筑五金带来较大市场空间.....	3
（二）市场需求升级，建筑五金产品中高端化.....	6
（三）建筑五金行业整合加快，集中度有待提升.....	7
二、坚朗受益于前期投入，盈利改善向上.....	9
（一）产品定位中高端，集成供应商优势凸显.....	9
（二）注重研发投入，专利数量领先.....	15
（三）定位建筑五金集成供应商，“研发+制造+服务”全链条销售.....	16
（四）业务实现全程信息化，信息管理系统提升效率.....	19
三、盈利预测及估值.....	20
四、风险提示.....	23

## 图表目录

图表 1：我国城镇化进程.....	3
图表 2：我国 2008-2018 年城镇化率（%）.....	3
图表 3：我国建筑业产值（亿元）.....	4
图表 4：1998-2018 年全国商品房销售额（亿元）.....	4
图表 5：1998-2018 年全国商品房销售面积（万平方米）.....	4
图表 6：1999-2018 年全国房屋竣工面积（万平方米）.....	4
图表 7：2009-2018 年门窗五金市场规模（亿元）.....	5
图表 8：点承玻璃幕墙市场规模（亿元）.....	6
图表 9：建筑幕墙装饰行业产值（亿元）.....	6
图表 10：我国近 10 年门窗五金市场规模增长情况.....	6
图表 11：低档与中高档门窗五金市场规模占比（%）.....	7
图表 12：中国门窗行业企业规模及市场占有率.....	8
图表 13：中国玻璃幕墙规模企业市场占有率 CR5.....	8
图表 14：2018-2019 年度中国 500 房地产开发门窗五金品牌首选率.....	8
图表 15：公司历史发展图.....	9
图表 16：公司股权结构图.....	9
图表 17：公司营业收入及同比增速.....	10
图表 18：公司归母净利润及同比增速.....	10
图表 19：公司分地区收入构成.....	10
图表 20：2014-2018 年公司整体毛利率和净利率.....	10
图表 21：2014-2018 年公司期间费用率.....	10
图表 22：2015-2018 年公司员工构成.....	11

图表 23: 2014-2018 年公司主要原材料价格走势 .....	11
图表 24: 2015 年 Q1-Q3 公司原材料成本占比 .....	11
图表 25: 公司分业务收入构成 .....	12
图表 26: 公司分项业务毛利率 .....	12
图表 27: 公司分业务毛利构成 .....	12
图表 28: 公司 2018 年前五大客户占比 (%) .....	12
图表 29: 公司分业务客户集中度 CR5 (%) .....	12
图表 30: 公司分业务客户数量 (个) .....	12
图表 31: 公司分业务单个客户销售额 (万元) .....	12
图表 32: 门窗五金系统收入及同比增速 .....	13
图表 33: 公司门窗五金系统产品示意图 .....	13
图表 34: 点支承玻璃幕墙构配件收入及同比增速 .....	13
图表 35: 公司点支承玻璃幕墙构配件产品示意图 .....	13
图表 36: 门控五金系统收入及同比增速 .....	14
图表 37: 公司门控五金系统产品示意图 .....	14
图表 38: 不锈钢护栏构配件收入及同比增速 .....	14
图表 39: 公司不锈钢护栏构配件产品示意图 .....	14
图表 40: 家居类产品收入及同比增速 .....	14
图表 41: 其他业务收入及同比增速 .....	14
图表 42: 公司研发投入变化 .....	15
图表 43: 公司研发人数变化 .....	15
图表 44: 坚朗五金实验中心 .....	15
图表 45: 公司主要优秀学者、工程师 .....	16
图表 46: 公司 2009 年至今所获技术类认证与奖项 .....	16
图表 47: 公司技术研发成果列表 .....	16
图表 48: 公司销售联络点数量变化 .....	17
图表 49: 公司在国内一线及二三线城市收入分布 .....	17
图表 50: 公司国内销售网点 .....	17
图表 51: 公司海外销售网点 .....	17
图表 52: 坚朗五金主要品牌 .....	18
图表 53: 公司直销及非直销客户数量占比 (%) .....	18
图表 54: 公司直销及非直销收入占比 (%) .....	18
图表 55: “坚朗云采” 微信服务平台示意图 .....	19
图表 56: 公司销售人员数量变化 .....	19
图表 57: 公司销售人员人均销售额变化 .....	19
图表 58: 公司信息化平台发展历程 .....	20
图表 59: 公司信息化系统建设目标 .....	20
图表 60: 坚朗五金分产品预测表 (人民币 百万元) .....	21
图表 61: 坚朗五金利润表预测 .....	22
图表 62: P/E band .....	23
图表 63: P/B band .....	23

## 一、建筑五金行业持续增长，升级整合大势所趋

五金制品作为日常生活和工业生产中使用的辅助性、配件性制成品，用途广泛，市场容量大。五金行业按产品的用途来划分，可分为建筑五金、工具五金、日用五金和燃气灶具等。建筑五金产品包括门窗五金、门控五金、点支承玻璃幕墙构配件、不锈钢护栏构配件和水暖五金等。建筑五金作为基础建材广泛应用于各类型建筑结构中，与建筑业及金属材料发展密切相关。随着建筑市场的蓬勃发展以及全球制造业的产业转移，我国建筑五金行业得到快速发展。

图 1：五金行业分类

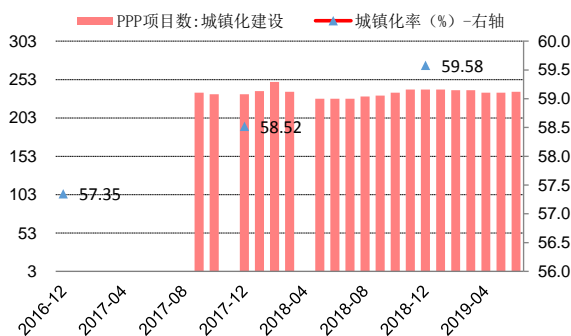


资料来源：坚朗五金招股书 中信建投证券研究发展部

### （一）城镇化与节能环保，为建筑五金带来较大市场空间

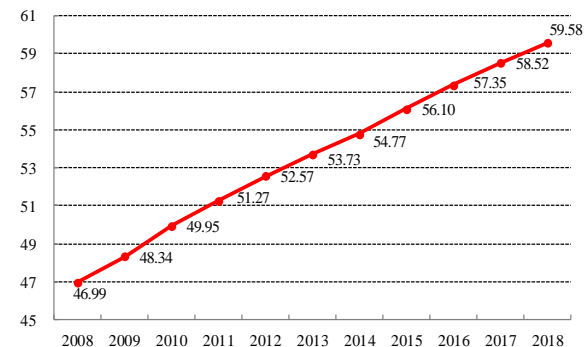
城镇化率提高带动建筑行业增长，且仍有提升空间。据国家统计局数据，截至 2018 年末全国常住人口城镇化率为 59.58%，同比+1.06%。这意味着我国城镇化进程进入中后期，逐渐向“稳质量，求增长”的发展方向转型。在城镇化发展的驱动下，2016-2018 年建筑行业市场规模从 1.63 万亿元增长至 2.05 万亿元，CAGR 为 12.0%。对标美国，其城镇化率估计值为 83%，远高于我国水平，预计我国城镇化率还有较大上升空间，建筑业有望进一步增长。

图表 1：我国城镇化进程



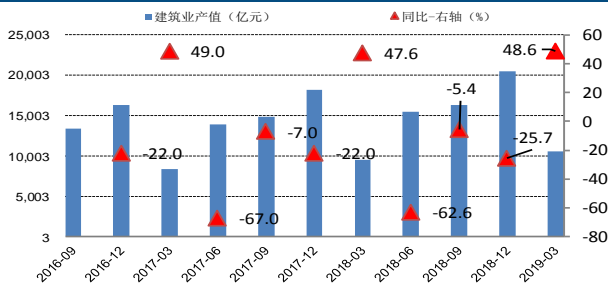
资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 2：我国 2008-2018 年城镇化率 (%)



资料来源：国家统计局 中信建投证券研究发展部

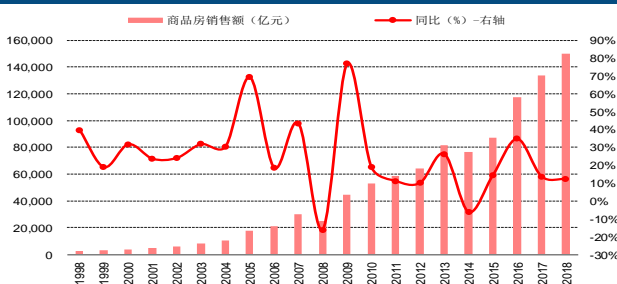
图表 3：我国建筑业产值（亿元）



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

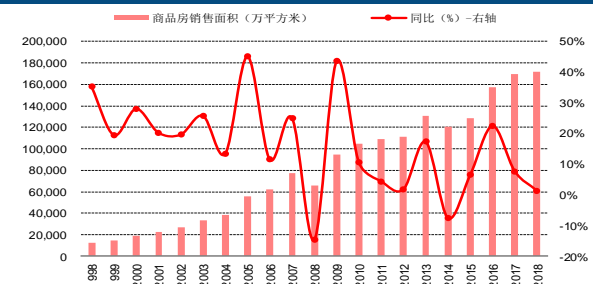
商品房销售额维持增长，为建筑五金行业提供增长动力。2018 年，商品房销售额达到 149973 亿元，同比+12.2%；商品房销售面积达到 171654 万平方米，同比+1.3%，房屋竣工面积达到 93550.11 万平方米。随着房价企稳，房地产限售逐步打开，有望带动商品房销售回暖。此外，精装房占比持续提升，2B 业务为主的建筑五金公司有望受益。

图表 4：1998-2018 年全国商品房销售额（亿元）



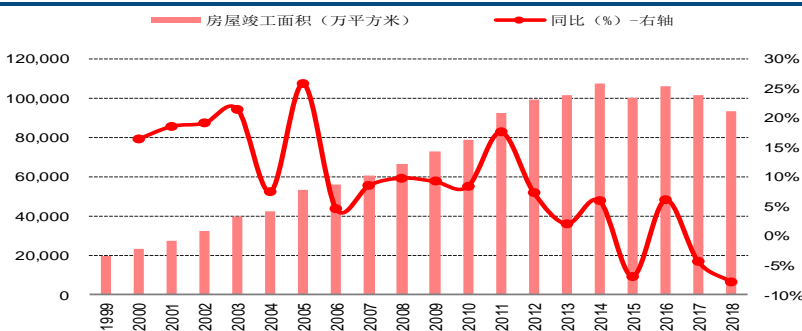
资料来源：国家统计局 中信建投证券研究发展部

图表 5：1998-2018 年全国商品房销售面积（万平方米）



资料来源：国家统计局 中信建投证券研究发展部

图表 6：1999-2018 年全国房屋竣工面积（万平方米）



资料来源：国家统计局 中信建投证券研究发展部

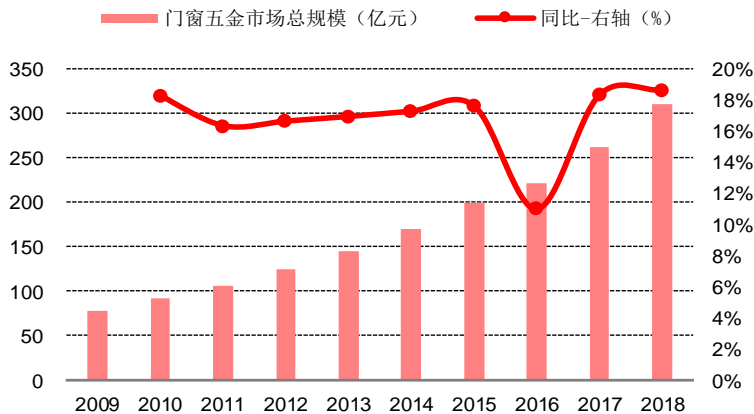
既有建筑修缮和节能改造带来巨大市场潜力。从节能角度考虑，目前我国现有建筑大约 400 多亿平方米，其中 90% 以上是高能耗建筑；另一方面，建筑能耗约占社会总能耗的 30%，建筑门窗的能耗占建筑能耗的 50% 以上。随着节能减排的大力提倡，标准化、系统化的门窗五金及门控五金拥有广阔市场。从修缮角度来讲，随着早期护栏在使用寿命及维护上的缺陷逐渐暴露，不锈钢护栏以其优异的使用性能在建筑护栏的修缮市场上得到越来越多的应用。

我国正成为世界上最大的门窗五金生产和使用市场。2009-2018 年，我国门窗五金市场规模不断扩大，从



77.10 亿元增加到 310.49 亿元，CAGR 为 16.7%。2018 年我国房屋建筑竣工面积约 41.4 亿平米，需要门窗五金系统约 7 亿套，市场空间约 310.49 亿元（具体测算规则为：按一般建筑物估算，门窗面积约为建筑面积的 25%，约 1.5 平方米门窗用 1 套五金系统）。

图表 7：2009-2018 年门窗五金市场规模（亿元）



资料来源：《门窗五金行业现状与发展趋势分析》 中信建投证券研究发展部

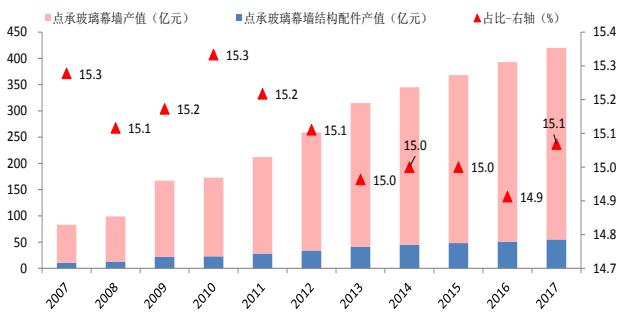
在我国城镇化建设的带动下，门控五金行业快速发展、需求旺盛。2010 年国内门控五金产值约为 290 亿元，其中，地弹簧的产值 50 亿元左右，闭门器的产值 80 亿元左右。未来随着商业地产的崛起，门控五金的市场前景将更为广阔。

**幕墙行业高速发展，拉动点支承玻璃幕墙的需求。**公开资料显示，中国是在建和拟建超高层建筑很多的国家，在建和拟建 150 米以上建筑数量占全球 41.40%，200 米以上建筑数量占全球的 48.50%，这将进一步推动幕墙行业的发展。根据前瞻产业研究院发布的《2018-2023 年中国建筑幕墙行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》，从近年来的幕墙招标统计信息看，商业建筑在中国幕墙消费总额中占比很大，约占 66.80%；其次是公共建筑，约占 30.10%；高档住宅占比很小，约为 3.1%。

**点支承玻璃幕墙构件的市场容量与建筑幕墙密切相关。**点支承玻璃幕墙是建筑幕墙中重要组成部分，占建筑幕墙产值的 10%左右，而点支承玻璃幕墙价值构成中金属构配件占 15%左右。国内建筑幕墙行业近年来发展迅速，年产量在 2010 年突破 9000 万平方米。2007-2017 年幕墙产值从 72 亿元提升到 365 亿元，CAGR 为 17.6%。

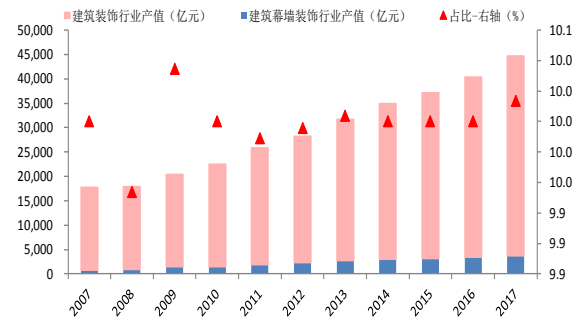
**国内建筑幕墙装饰行业近年来发展迅速。**2010-17 年，其产值从 1500 亿元提升到 3645 亿元，CAGR 达到 13.5%。以此计算，点支承玻璃幕墙构配件 2017 年的需求量约为 55 亿元。《建筑装饰行业“十三五”发展规划纲要》指出，“十三五”期间，预计建筑装饰行业平均年增长速度将保持在 7%左右，工程年总产值将由 2015 年的 3.4 万亿元增长到年总产值 4.7 万亿元，其中公共建筑装修市场规模增长到 2.3 万亿元，CAGR 在 6.5%左右，住宅装修市场规模增长到 2.4 万亿元，CAGR 在 8%左右；建筑幕墙市场规模将由 2015 年的 3400 亿元增长到 5500 亿元，CAGR 在 11%左右。

图表 8：点承玻璃幕墙市场规模（亿元）



资料来源：中国建筑装饰协会 中信建投证券研究发展部

图表 9：建筑幕墙装饰行业产值（亿元）



资料来源：中国建筑装饰协会 中信建投证券研究发展部

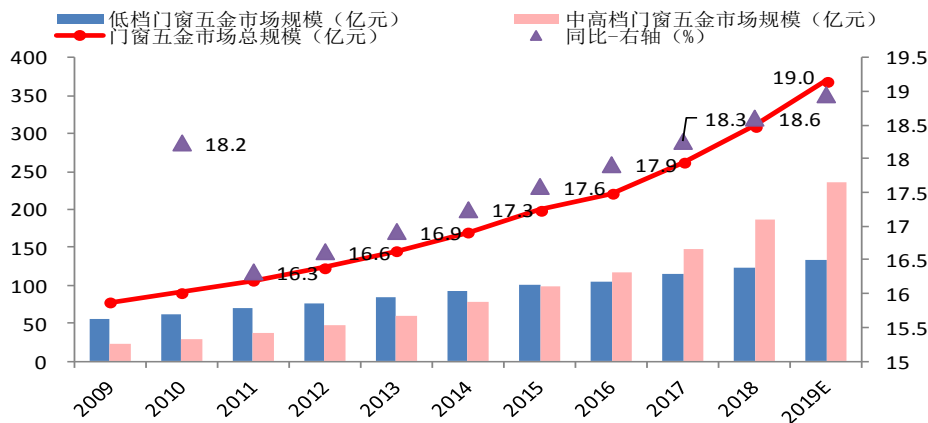
## （二）市场需求升级，建筑五金产品中高端化

在制造业升级的行业背景下，随着我国整体制造业水平提升、市场需求的升级以及相关政策的引导，建筑五金行业正在向节能化、集成化、标准化方向发展。这一趋势也推动企业不断地在横、纵方向上进行资源整合。

### 1、中高档门窗五金，高速增长叠加结构转型

2013-2018 年，我国门窗五金总体市场规模从 144.6 亿元提升至 310.5 亿元，CAGR 为 16.5%，且增速不断提升。门窗五金与型材、玻璃、密封胶条等功能部件的结合决定了门窗的安全、降噪、抗风压、防水、保温性能。对于家庭用户，合适的门窗五金有助于实现门窗的自动或半自动等多种启闭形式；对于政商用户，高效的门窗五金有助于提升公共通道门扇的安全便利性及节能效果。

图表 10：我国近 10 年门窗五金市场规模增长情况



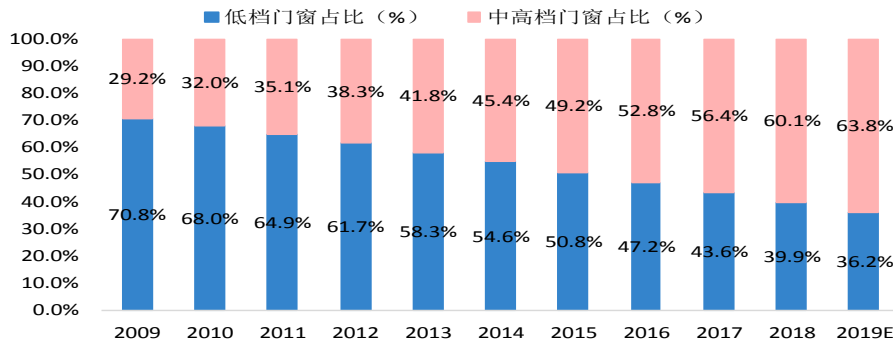
资料来源：《门窗五金行业现状与发展趋势分析》 中信建投证券研究发展部

**建筑五金逐渐向买方市场转移，中高端产品更受青睐。**建筑五金在建筑整体价值中的占比较低，其中高端门窗和与之配套的中高端五金系统占房屋建筑总成本的比例不到 2%，而建筑五金对人们居住生活质量的影响却很大。据统计，目前在房地产企业的投诉中，60%-80%都是涉及门窗、卫生洁具等部件。随着人们生活品质的提高以及劳动力成本上升带来的维护、修缮成本的上涨，低劣易坏的低端五金产品所带来的巨大更新及维护成本使得房地产企业、建筑施工单位、普通居民用户都更为关注五金产品的品质。

**低档门窗占比逐年下降，中高档门窗五金占比超六成。**随着人们生活水平的不断提高、现代工艺技术的快

速发展以及国家对建筑节能的重视，中高端门窗五金的广泛运用将成为未来门窗五金的主要发展趋势。

**图表 11：低档与中高端门窗五金市场规模占比（%）**



资料来源：公司财报 中信建投证券研究发展部

## 2、中高端门控五金，环保节能建筑升级新风向

**门控五金是门扇功能延伸的产物。**合页（铰链）等传统的门扇五金无法满足开放性使用、功能多样、人流量大、结构复杂、时代风格突出等特点的公共及商业建筑门扇，如无框玻璃门的设计需要。低端门控五金设计简陋、材质较差，产品的使用性能不高。

**中高端产品能结合门扇整体的功能性和装饰性要求进行系统配置。**在产品构成上，中高端门窗五金具备自动启闭、门禁、消防等智能化管理功能；在产品性能上，中高端门控五金系统承重范围更大、缓冲性能好、使用寿命更长，耐腐蚀、抗变形；在装饰设计上，中高端门控五金通过个性化的设计和精密的表面处理，如文字标识、语音装置设置以及镜光、亚光、拉丝等表面处理等，使门扇更具装饰效果。

**中高端门控五金顺应环保政策。**其使得建筑能够适时自动关闭门窗，减少建筑内外热交换，从而达到节能减排，提高居住舒适性的作用。顺应了住建部《民用建筑节能管理规定》中关于建筑节能减排的要求，是建筑修缮的重点改造方向。

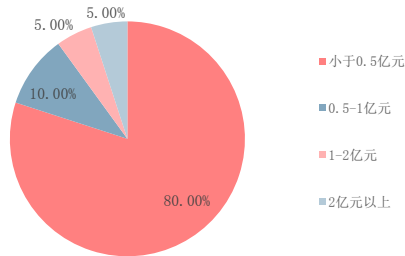
## 3、点支承玻璃幕墙构配件功能决定其中高端性

**点支承玻璃幕墙构配件性能要求高，产品本身具中高端性。**作为幕墙的主要受力构件，其性能影响着点支承玻璃幕墙的结构安全和抵御外力的能力。不同跨度面积和结构形式的点支承玻璃幕墙所带来的荷载差异较大，对构配件的性能要求也不同。随着建筑装饰、工程技术的发展，大型公共建筑、商业楼宇及高端住所鳞次栉比，大多是面积在 1,000 平方米以上的点支承玻璃幕墙建筑，玻璃幕墙的建筑面积占比不断提高，对点支承玻璃幕墙构配件的要求也在提高。

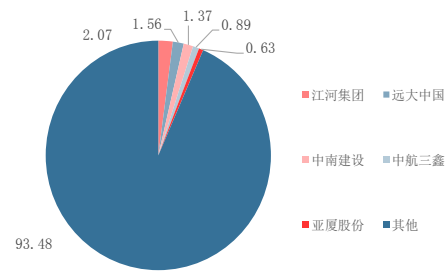
## （三）建筑五金行业整合加快，集中度有待提升

**建筑五金行业企业数量众多，格局较分散。**2018 年我国建筑门窗企业总数 3 万家以上，其中收入规模 2 亿元以上的企业约占 5%，0.5 亿元以下的企业约占 80%；幕墙五金行业 CR5 不到 7%，头部企业最高市占率 2.07%。目前，行业格局较为分散，大量中小五金企业广泛分布在全国各区域市场，以零散的形式参与市场竞争。



**图表 12：中国门窗行业企业规模及市场占有率**


资料来源：中国建筑装饰协会 中信建投证券研究发展部

**图表 13：中国玻璃幕墙规模企业市场占有率 CR5**


资料来源：Wind 中国建筑装饰协会 中信建投证券研究发展部

**行业整合发展是实现标准化大规模生产的客观需求。**劳动力成本及材料价格上涨推动建筑五金产品设计标准化和生产规模化。行业标准不断完善，大型建筑五金企业通过产品生产整合，可采用标准件进行大规模生产，既提高生产效率也降低单位生产成本，实现规模经济。

**大型集成供应商与专业小型配套企业并存。**随着行业整合加深，分工逐步成熟，大型建筑五金集成供应商凭借其品牌和渠道优势，不断整合资源，为客户提供一体化服务；专业化小型配套企业主要生产技术成熟的五金部件，除为终端客户提供单一或专业化产品外，也为大型五金企业提供配件支持，形成并存的格局。

**大型五金企业具备市场优势。**具备较高研发、设计及生产能力的大体量企业不断壮大和整合，带动行业制造技术和管理水平提升，加之其雄厚的资金和资源优势，大型生产商的行业优势明显，行业内马太效应加剧，长尾企业的生存空间受到挤压，落后产能将最终被市场淘汰。

**集中发展趋势明显，品牌力尤为重要。**随着行业从粗放式生产向集约型的转变，行业格局逐步从极度分散到集中生产。专注于技术积累，专利设计的企业将会越来越受到市场的认同，并有望享有一定品牌溢价。五金品牌的市场形象取决于企业的综合竞争力，包括产品质量、技术服务以及工程业绩的积累，同时品牌形象的提升又能有力带动企业竞争力的提高。目前，门窗及门控五金市场上的中高端品牌主要有“GIESSE”、“ROTO”、“Siegenia-aubi”、“G-U”、“BKS”、“FERCO”、“GEZE”、“DORMA”、“ECO”、“GMT”、“坚朗”、“合和”、“国强五金”、“立兴”等。

**图表 14：2018-2019 年度中国 500 房地产开发门窗五金品牌首选率**

排序	品牌名称	品牌首选率
1	坚朗	18%
2	合和	14%
3	兴三星	10%
4	国强	9%
5	诺托	8%
6	立兴杨氏	7%
7	丝吉利娅	5%
8	海福乐	4%
9	田边	2%
10	祥盛五金	1%

资料来源：优采 中信建投证券研究发展部

## 二、坚朗受益于前期投入，盈利改善向上

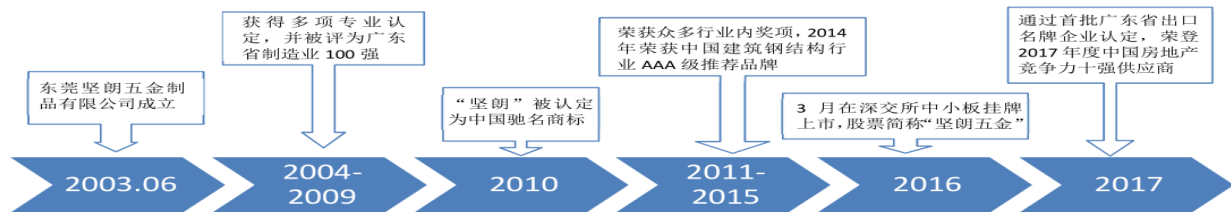
### （一）产品定位中高端，集成供应商优势凸显

坚朗五金成立于 2003 年，于 2016 年在深交所中小板挂牌上市，从事中高端建筑五金系统、金属构配件等相关产品的研发、生产和销售，是国内建筑五金行业的大型企业，也是国内规模最大的门窗幕墙五金生产企业之一。品牌认知度、研发能力、技术水平、销售服务和生产规模等均为行业先进水平。目前，国内外销售网点近 500 个，产品远销 100 多个国家和地区，“坚朗”、“坚宜佳”、“海贝斯”、“新安东”等已成为业内著名品牌。

公司产品广泛应用于房地产、飞机场、地铁站、火车站、地下管廊等类建筑。产品线在原有建筑门窗幕墙五金、门控五金系统、不锈钢护栏构配件等的基础上，加大投入进入智能锁等智能家居、卫浴及精装房五金产品，开始进入安防、地下综合管廊、自然消防排烟与智能通风窗、劳动安全防护类产品、防火防水材料、机电设备与精密仪器等业务领域，初步形成了以建筑门窗幕墙五金为核心的建筑五金集成供应商的战略布局。

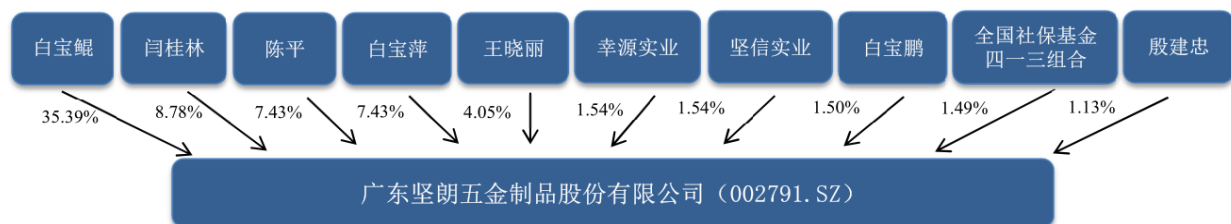
**股权结构较为集中：**截至 2019 年一季度，公司总股本 2.07 亿股。公司前三大股东白宝鲲、闫桂林、陈平直接持股分别为 35.4%、8.8%和 7.4%；前十大股东合计持股 70.3%。公司实控人为白宝鲲，共持股 37.44%，其中通过坚信实业、幸源实业、坚守实业间接持股分别为 1.54%、1.54%和 0.89%。

图表 15：公司历史发展图



资料来源：公司官网 中信建投证券研究发展部

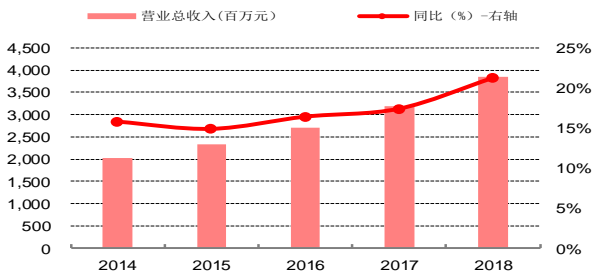
图表 16：公司股权结构图



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

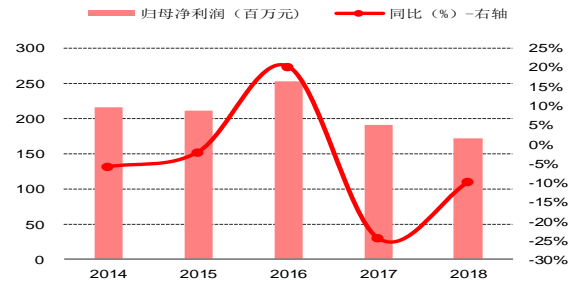
2018 年，公司实现营业收入 38.5 亿元，同比+21.2%，2014-2018 年 CAGR 为 17.4%；归母净利润为 1.72 亿元，同比下降 9.9%，2014-2018 年 CAGR 为-5.4%，主因公司新产品推出初期营销费用及研发投入较高。中国大陆地区为主要收入来源，2018 年营收占比 89.6%，海外布局包括印度、越南、印尼、马来西亚、泰国，2018 年营收同比+4.1%。

图表 17: 公司营业收入及同比增速



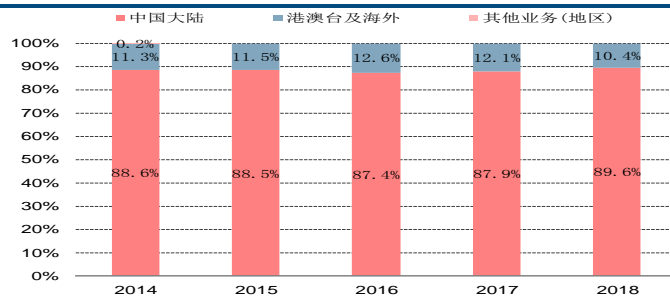
资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 18: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

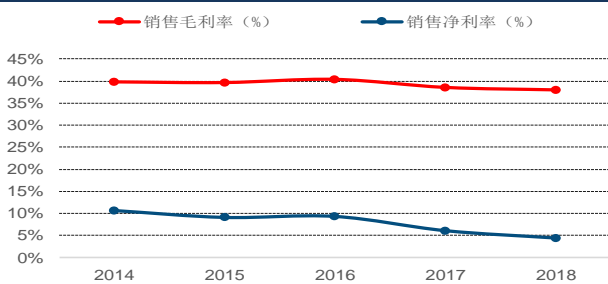
图表 19: 公司分地区收入构成



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

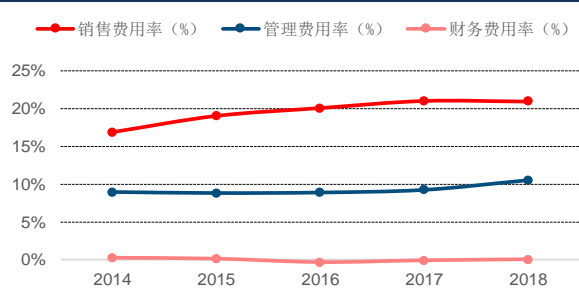
近期利润率受益于规模效应及原材料价格企稳有望回升。2017-18 年, 公司毛利率和净利率分别从 38.56%、6.07% 下滑至 38.0%、4.4%, 主因原材料价格上涨以及为推广新品销售及研发投入较高; 19Q1 毛利率回升至 39.5%, 仍有提升空间。2016-18 年, 公司员工总人数从 7978 人增加到 10333 人, CAGR 为 13.8%。其中销售人员占比最高 (约 40%), 2018 年人均销售额提高至 92.19 万元, 规模效应初显。公司主要原材料 (不锈钢、锌合金、铝合金) 价格自 2017 年开始上涨明显, 近期稳中有降, 有望带动公司毛利率企稳回升。

图表 20: 2014-2018 年公司整体毛利率和净利率



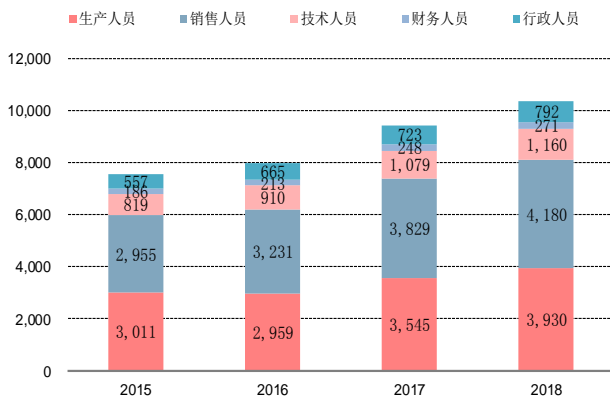
资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 21: 2014-2018 年公司期间费用率



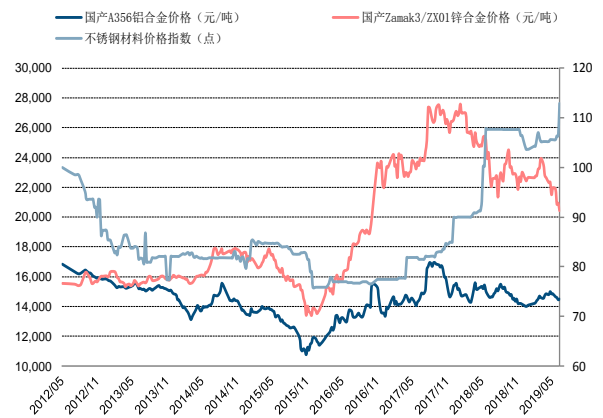
资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 22：2015-2018 年公司员工构成



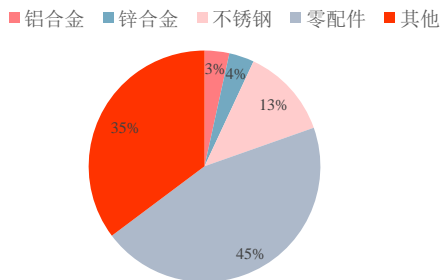
资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 23：2014-2018 年公司主要原材料价格走势



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 24：2015 年 Q1-Q3 公司原材料成本占比

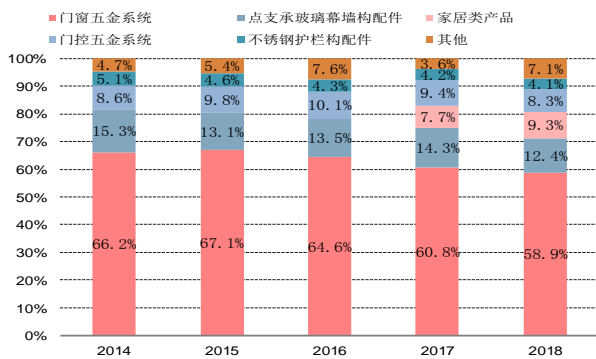


资料来源: 招股说明书 中信建投证券研究发展部

收入构成中，2018 年门窗五金/点支承玻璃幕墙构配件/家居类/门控五金/不锈钢护栏构配件分别占比为 58.9%/12.4%/9.3%/8.3%/4.1%，各项业务收入分别同比增长 17.3%/5.0%/46.8%/7.1%/17.2%；门窗五金是公司第一大营收来源，2018 年毛利占比 64.6%，2016-2018 年毛利率由 43.9%下降至 41.7%；点支承玻璃幕墙构配件，2018 年毛利占比 10.6%，2016-2018 年毛利率稳定在 32%左右。

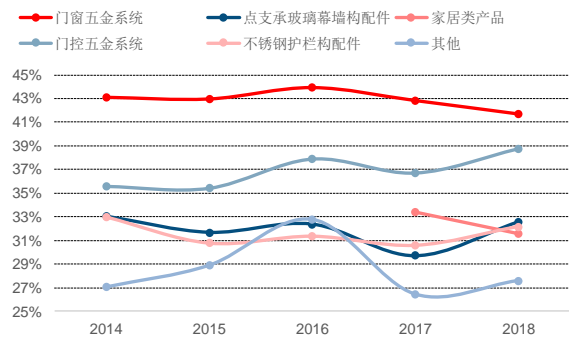
**客户集中度低。**公司下游客户主要包括房产公司、幕墙公司、装饰公司和总包等。2018 年整体前五大客户营收占 3.5%，受单一客户的订单影响小，营收较为稳健。门窗五金和门控五金下游客户数量众多，CR5 很低，约 5%-6%，但前者单个客户销售额较高，约 15 万元，后者相对较低，仅 4 万元左右；点支承玻璃幕墙构配件及不锈钢护栏构配件由于多用于大型商业及公共建筑中，CR5 约 21%，相对较高，且单个客户销售额也较高，分别约为 14 万元、11 万元。

图表 25：公司分业务收入构成



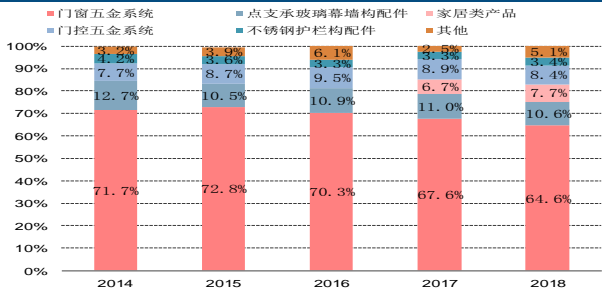
资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 26：公司分项业务毛利率



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 27：公司分业务毛利构成



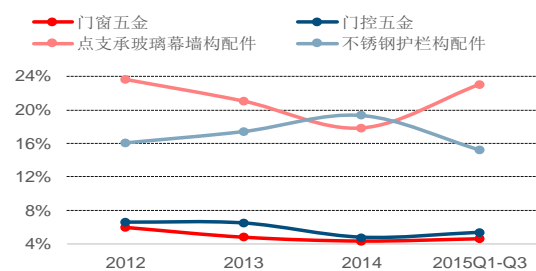
资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 28：公司 2018 年前五大客户占比 (%)

序号	销售客户	占比
1	客户一	1.17%
2	客户二	0.60%
3	客户三	0.60%
4	客户四	0.58%
5	客户五	0.56%
合计		3.51%

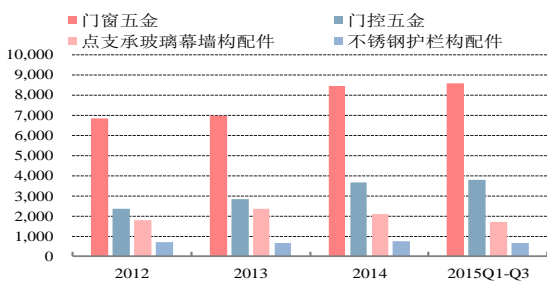
资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

图表 29：公司分业务客户集中度 CR5 (%)



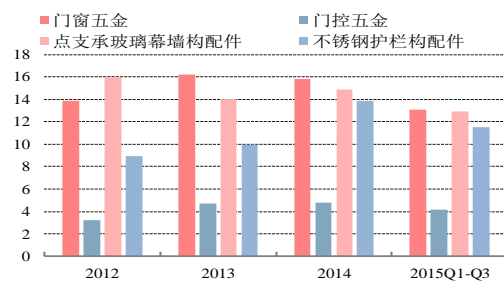
资料来源：招股说明书 中信建投证券研究发展部

图表 30：公司分业务客户数量 (个)



资料来源：招股说明书 中信建投证券研究发展部

图表 31：公司分业务单个客户销售额 (万元)

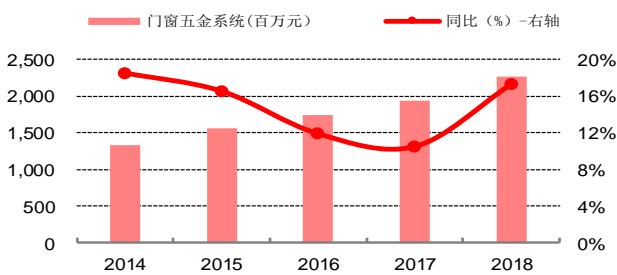


资料来源：招股说明书 中信建投证券研究发展部



门窗五金系统营收规模稳定增长，2018 年达到 22.68 亿元，2014-2018 年 CAGR 为 14.1%；2014-2017 营收增速下降，2018 年企稳回升至 17.3%。门窗五金系统是指安装在门窗型材专用标准结构上的五金件的系统组合，对门窗的安全性能、抗风压性能、水密性能、保温性能、隔音性能等起重要作用，可实现门窗的多种启闭形式。经镀膜或涂覆等表面处理，还具备外在装饰效果。

图表 32：门窗五金系统收入及同比增速



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

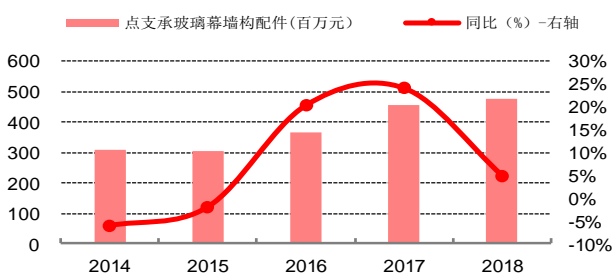
图表 33：公司门窗五金系统产品示意图



资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

点支承玻璃幕墙构配件是公司重要产品，2018 年营收规模达到 4.78 亿元，2014-2018 年 CAGR 为 11.4%；自该类产能突破后，营收增速在 2017 年稳步提升至 24.2%，2018 年回落至 5.0%。点支承玻璃幕墙构配件应用于点支承玻璃幕墙、采光顶、雨棚等点支承结构中。依托现有的产品设计、生产等综合实力，公司还生产建筑钢结构、膜结构及其它建筑张拉结构中所用到的合金钢拉杆、拉索等。该项产品能实现点支承玻璃结构的通透性、艺术性和安全性，广泛应用在现代大型商业及公共建筑中。

图表 34：点支承玻璃幕墙构配件收入及同比增速



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

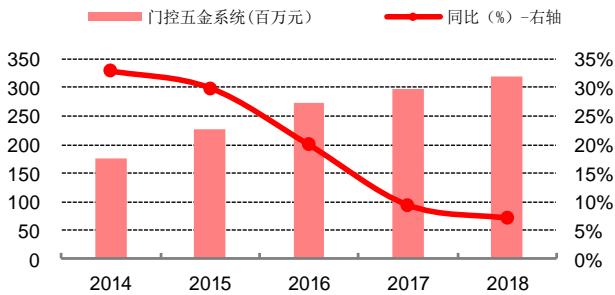
图表 35：公司点支承玻璃幕墙构配件产品示意图



资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

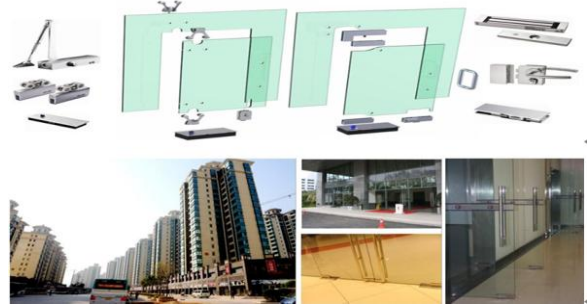
门控五金系统营收规模持续增长，2018 年达到 3.19 亿元，2014-2018 年 CAGR 为 16.2%；但 2014-2018 营收增速持续下降至 7.1%。门控五金主要是指安装在无框玻璃门等非型材门扇上的五金件，伴随门扇功能的延伸而发展起来。由于其功能属性比较独立，也用于部分型材门扇。具有保护门框和门体，实现门扇自动平稳关闭、选择性停位以及门禁等功能。门控五金是现代公共建筑智能化管理的重要执行部分，主要用于商场、酒店、宾馆、办公楼、居民楼大门、展览馆、机场等人员出入频繁的商业及公共场所的通道门扇中。

图表 36：门控五金系统收入及同比增速



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

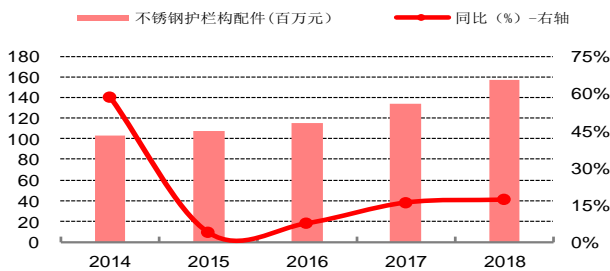
图表 37：公司门控五金系统产品示意图



资料来源: 公司公告 中信建投证券研究发展部

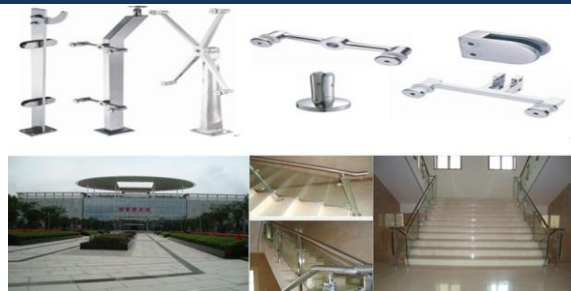
不锈钢护栏构配件营收规模保持增长，2018 年达到 1.57 亿元，2014-2018 年 CAGR 为 11.0%；营收增速相对稳定在 10% 上下。公司生产的不锈钢护栏构配件具体包括：不锈钢护栏立柱、立柱配件、隔断不锈钢支撑件和不锈钢扶手配件等。不锈钢护栏构配件既是不锈钢护栏的受力构件，也是装饰性部件。目前，主要集中在商业及公共建筑，此外也越来越多地被用于高档住宅建筑。

图表 38：不锈钢护栏构配件收入及同比增速



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

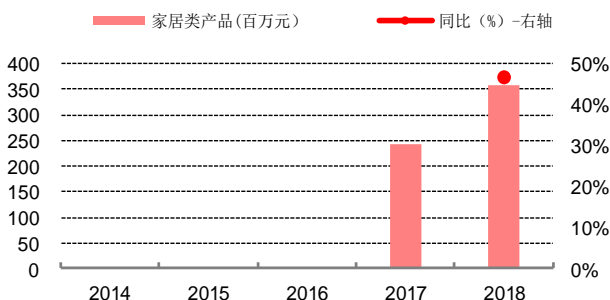
图表 39：公司不锈钢护栏构配件产品示意图



资料来源: 公司公告 中信建投证券研究发展部

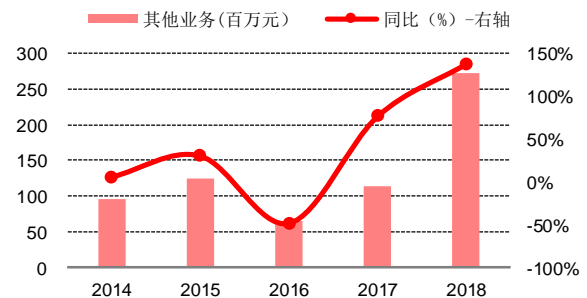
持续拓展新品类产品。公司 2017 年开始进入智能锁等智能家居、卫浴及精装房五金产品。依托自身强大的生产设计能力，为客户提供一站式的采购服务，不仅可以保证产品质量，还能帮助客户大大降低多个供应商采购的管理成本。新品类家居类产品 2018 年营收增速达到 46.8%，实现收入 3.58 亿元；其他业务主要包括智能门锁和卫浴挂件，近三年营收增速持续提高，2018 年实现收入 2.73 亿元。

图表 40：家居类产品收入及同比增速



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 41：其他业务收入及同比增速

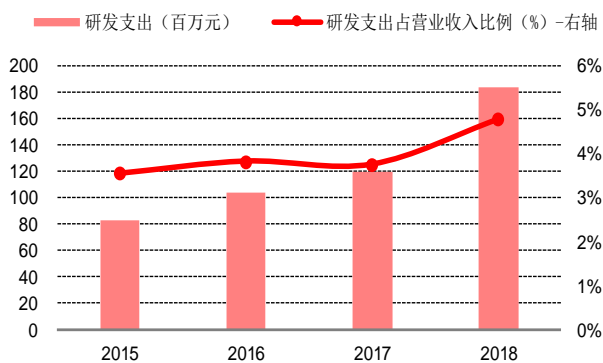


资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

## （二）注重研发投入，专利数量领先

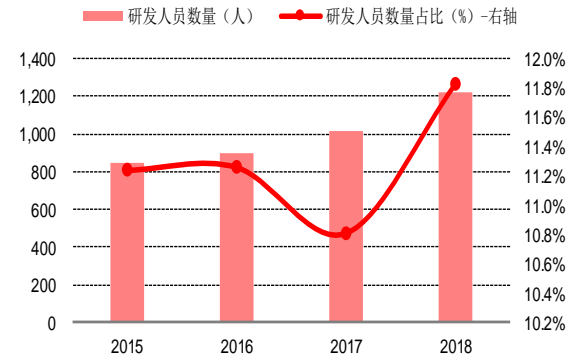
合理加大研发投入，加强技术人才培养。2014-2018 年研发费用逐年增加，CAGR 为 25.1%，研发费用率从 3.7% 上升至 4.8%；2018 年研发支出 1.84 亿元，同比+54.3%，主因公司为提升产品节能环保性能、产品质量、美观度，满足多种功能性需求，丰富产品线，总部研发中心和子公司自有研发体系投入增长。同时，研发人数逐年上升，2018 年达到 1222 人，占总员工的 11.8%。

图表 42：公司研发投入变化



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 43：公司研发人数变化



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

“研发体系管理信息化平台”独具特色，实验中心创新能力强大。公司利用信息化管理工具及大数据分析技术搭建研发管理平台，能快速响应市场需求，精准定位产品研发方向，由单点需求研发向集成产品研发升级；加大产品供给资源整合力度，打造“研、产、供、销”一体化管理，推动产品智能化生产。坚朗五金实验中心成立于 2003 年，建筑面积共 2000 余平方米，2009 年获得国家实验室认可。依托强大的技术研发及检测实力，积极主编参编国家标准、行业标准、地方标准、团体标准，截止 2018 年，共完成 150 多项标准编制工作。

图表 44：坚朗五金实验中心



资料来源: 公司官网 中信建投证券研究发展部

众多优秀学者、工程师保证公司研发能力。优秀的学者及工程师是研发创新的根本，坚朗五金公司研发团队包含清华大学教授及教授级高级工程师。

**图表 45：公司主要优秀学者、工程师**

黄强（公司独立董事）	研究员，博士生导师，享受国务院政府特殊津贴专家。曾任中国建筑科学研究院副院长，中国建筑技术集团有限公司董事长，中国土木工程学会工程质量分会理事长，中国 BIM 发展联盟理事长等。多年从事岩土工程技术研发，建筑业信息化研究及企业管理工作，多项研究成果获建设部科学技术进步奖。
束伟农（公司独立董事）	北京市建筑设计研究院有限公司结构总工程师，中国钢结构协会常务理事，中国钢结构协会预应分会，设计分会副理事长。束伟农先生是国内建筑结构设计领域领军人物，近年来先后主持了北京新机场航站楼，首都机场 T3 航站楼，昆明机场航站楼，凤凰国际传媒中心，全国人大机关办公楼，中国石油大厦，北京电视中心，侨福芳草地，珠海歌剧院，中国尊，丽泽 SOHO 等众多一流项目的结构设计工作。
杜万明（公司总工程师）	高级工程师职称
赵波（核心技术人员）	中国钢结构协会空间结构分会索结构专业委员会副主任委员

资料来源：招股说明书 中信建投证券研究发展部

公司专利总量及发明专利数量均领先行业水平，保障了产品安全性、环保性、便捷性。公司自设立以来专注于建筑五金领域，形成了包括技术方案体系、产品开发设计、生产工艺革新、产品试验与检测等较为完整的技术研发体系。2018 年新增专利 100 余项，其中发明专利 13 项，累计获得包括美国、欧洲专利在内的专利约 700 项。

**图表 46：公司 2009 年至今所获技术类认证与奖项**

年份	所获荣誉
2009	“高新技术企业”
2010	“东莞市专利培育企业”
2012	“SAC-TC448 先进标准化委员单位”
2013	语音平开门系统产品被认定为“广东省高新技术产品”； “中国钢结构协会科学技术奖一等奖”； “省级企业技术中心”； “华夏建设科学技术奖一等奖”
2015	“国家科学技术进步二等奖”； “国家知识产权优势企业”
2016	“广东省建筑构配件工程技术研发中心”； “广东省知识产权示范企业”
2017	公司参建工程荣获中国钢结构金奖
2018	“国家知识产权示范企业”

资料来源：招股说明书 中信建投证券研究发展部

**图表 47：公司技术研发成果列表**

编号	成果
1	高性能多功能建筑外窗五金系统
2	建筑门窗多点锁闭五金系统
3	新型节能门窗用隐藏式五金系统
4	下悬内平开五金微通风系统
5	高强锚具不锈钢拉索
6	拉索预应力施加和内力检测技术
7	拉索索力实时监控及自动报警系统
8	双向全开玻璃门门控五金系统
9	隐藏式推拉门门控五金系统
10	高性能安全护栏
11	活动隔断系统
12	高性能组合楼梯
13	智能钢拉杆测力系统

资料来源：招股说明书 中信建投证券研究发展部

### （三）定位建筑五金集成供应商，“研发+制造+服务”全链条销售

#### 1、营销网络合理布局，提供优质销售服务

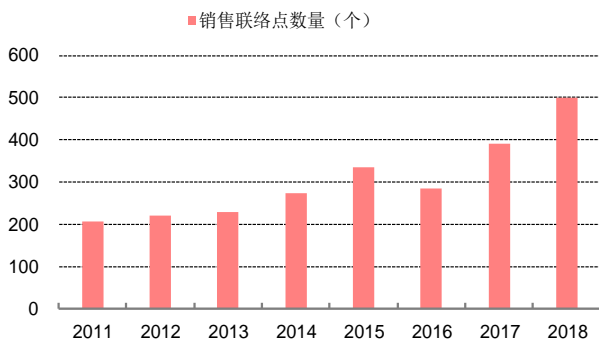
营销网点广阔覆盖，销售团队按需增加。目前，公司销售团队超过 4000 人，管理技术人员超过 700 名，国内外共设立近 500 个销售网点。公司根据各营销网点的产品铺设与现有情况，针对各类产品铺设进行合理布局，



充分发挥团队协同平台优势，将销售人员与产品经理相结合，通过专业的技术支持、良好的营销服务能力，发挥信息化管理工具的优势，形成销售业务前端、订单处理、生产交付、售后服务等整个业务链条的大协同，解决不同类型客户在项目跟进过程中的需求。

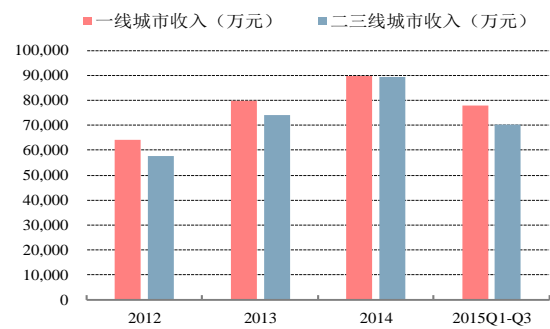
国内市场，公司主要通过营销中心负责管理各地区销售联络点，并有选择性地在重点地区成立分公司。随着全国二三线城市建筑市场的崛起，公司销售网点进一步下沉到二三线市场，布局县级市县城发展，二三线城市销售增长明显快于一线城市。

**图表 48：公司销售联络点数量变化**



资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

**图表 49：公司在国内一线及二三线城市收入分布**



资料来源：招股说明书 中信建投证券研究发展部

**星级销售服务，构建全球网络。**国际化是公司发展的重要战略部分，海外市场通过仓储式直销模式，引入海外本土化人才，对当地市场进行深耕细作。目前公司产品已销往 100 多个国家和地区，其中“一带一路”国家及中东地区占比较高。目前已在印度、越南、印尼、马来西亚等国家设立子公司，海外销售办事处约 60 个，海外销售团队约 600 人。公司将继续加强海外市场营销网络建设，通过海外库存前置，缩短交货周期，人员本地化管理，持续巩固扩大中东、东南亚等地区市场份额，进一步提高海外的销售规模和品牌的国际影响力。

**图表 50：公司国内销售网点**



资料来源：招股说明书 中信建投证券研究发展部

**图表 51：公司海外销售网点**



资料来源：招股说明书 中信建投证券研究发展部

目前公司以自有及控股、参股品牌经营为主，还代理了知名海外品牌，其产品主要是与公司现有产品形成互补，以满足不同的客户需求。



图表 52：坚朗五金主要品牌

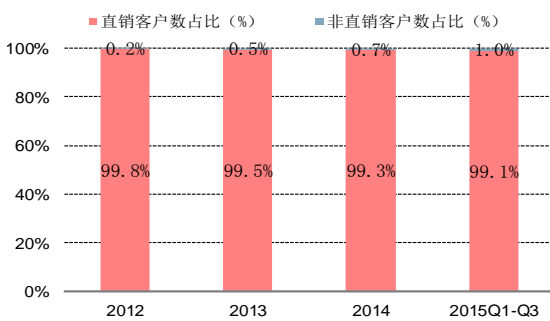


资料来源：公司官网 中信建投证券研究发展部

## 2、以顾客需求为导向，专注 B 端市场

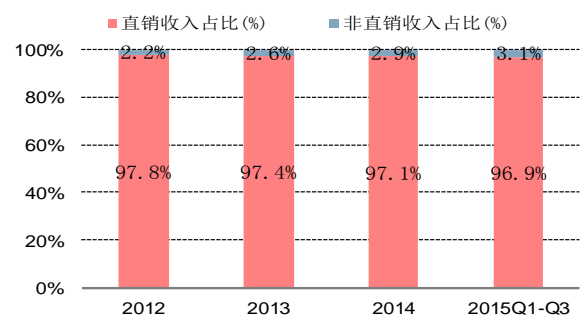
公司主要通过自建营销渠道，以 B2B 为主，面向开发商或施工单位提供产品和技术服务，该模式有利于解决产需矛盾、及时获取市场信息、实现售后快速响应、推动开发新产品及杜绝假冒伪劣产品等。截至 2015 年 9 月，直销客户数超过 11000 个，包括幕墙企业、门窗企业、工程公司等，收入 16.16 亿元，占比接近 97%；非直销客户数较少，约 100 个，只针对部分适合线上零售产品通过京东、天猫进行销售。

图表 53：公司直销及非直销客户数量占比（%）



资料来源：招股说明书 中信建投证券研究发展部

图表 54：公司直销及非直销收入占比（%）



资料来源：招股说明书 中信建投证券研究发展部

**专业化技术服务配置于整个销售过程中：**售前，经过技术服务人员、研发人员与客户充分沟通，使目标工程项目实现最佳技术方案；售中，通过技术培训、详尽的产品安装说明，让客户方便安装、使用；售后，通过回访、客户满意度调查等形式保持与客户良好的关系。

**着力打造针对 B 端客户的线上服务平台。**针对部分产品售后服务需要，提高客户的便捷性，公司已启用线上售后服务平台，并积极探索“线上下单 + 线下服务”的业务模式。以企业微信为移动平台，辅以微信公众号、微信小程序、呼叫中心等载体，快速复制并推广给客户，实现 PC + 移动的不同业务场景，满足不同客户的下单需要。公司的售后管理系统及 400 电话服务平台，有利于突破智能锁售后安装的瓶颈，为智能锁和智能家居产品的增长提供良好的售后保证。

**图表 55：“坚朗云采”微信服务平台示意图**

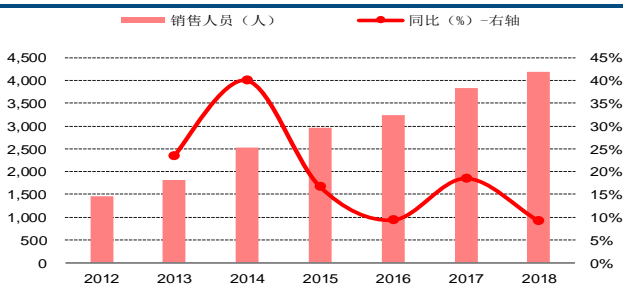


资料来源：公司微信公众号 公司微信小程序 中信建投证券研究发展部

### 3、严格培养销售人才，关注人均创收

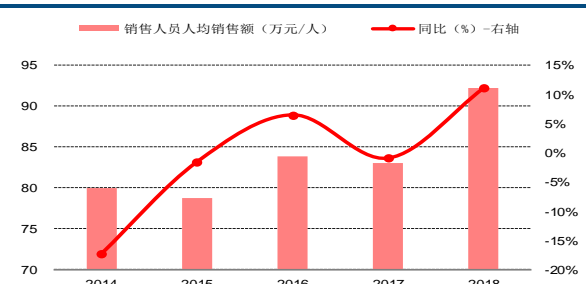
**销售人员择优筛选，人均创收不断提升。**销售人员招聘采取校招、社招、内部员工转岗的方式解决。近年来，公司先后在江西、安徽等地与部分大专院校进行订单班合作模式，安排公司专业人员深入课堂互动，定向培养市场营销人才。2018 年，销售人员人均销售额提升至接近 100 万元。

**图表 56：公司销售人员数量变化**



资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

**图表 57：公司销售人员人均销售额变化**



资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

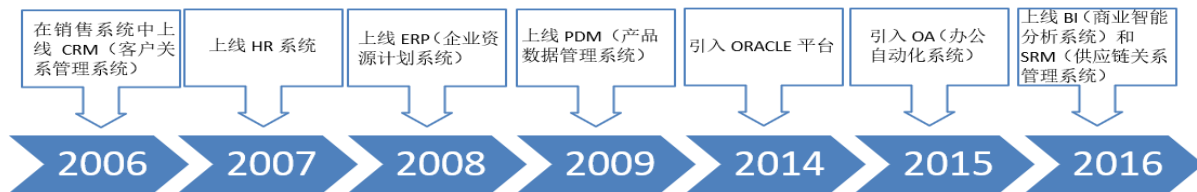
**销售人才培养系统完善，满足客户多维度需求。**在市场开拓业务中，销售团队绑定公司整体业绩增长，个体销售人员以业绩为导向，通过业绩目标、回款目标、业绩增长等，实行不同层级薪酬激励制度，推动销售人员业务拓展积极性；同时针对不同产品特性实行客户线和产品线分离，从点对点、端到端的系统培训、知识平台分享，通过建立学习平台培训系统、结合线下培训学习交流，通过专业的技术支持，充分发挥团队协同优势，快速提升营销服务能力和综合素质，独立承担销售业务并为客户提供增值服务。

### (四) 业务实现全程信息化，信息管理系统提升效率

**注重自身信息化平台建设，信息化水平逐年提高。**公司信息化系统从 2005 年开始建设，根据公司经营发展的不断变化，以客户需求为导向，通过信息化系统管理平台，解决五金行业中离散、品类众多的特点，提升公司处理多品类、复杂订单的管理能力，整合产品线，强化产品集成化能力，提升公司全链条、端到端的业务高效协同，同时通过强大的客户资源管理能力、全方位的供应链管理能力的为客户提供更丰富快捷的服务。

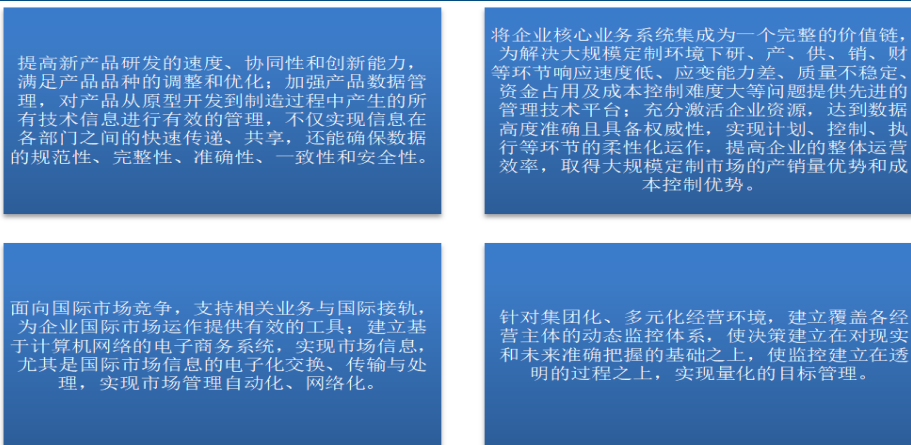
**业务数据清晰，便于决策层参考。**公司各主流业务系统均采用全球最大的系统集成解决方案供应商

ORACLE（甲骨文公司）提供的系统平台，涵盖和整合了供应链、客户关系、计划及生产制造、成本及财务管理，打通了端到端的整个业务链条。仓储和物流运输管理系统提高了配送效率，安装和售后服务的产品也纳入到系统平台，实现了完整的交付链条管理。

**图表 58：公司信息化平台发展历程**


资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

**信息化系统建设将不断完善和升级。**信息化管理系统是支撑企业发展战略和管理思想落地的载体，同时其构建与优化是一个动态并长期的过程，需持续关注其迭代和更新能力，以市场需求为驱动，匹配客户和产品需求的变化。未来几年，针对客户数量众多、产品类型多样、工程项目周期较长、订单数量大、订单平均金额不高的业务现状，公司仍将坚持投入建设与实际业务需求相结合的信息化管理系统。

**图表 59：公司信息化系统建设目标**


资料来源：招股说明书 中信建投证券研究发展部

### 三、盈利预测及估值

我们预计 2019-2020 年坚朗五金营业收入分别为 47.77、58.27 亿元，同比增长 24.0%、22.0%；归母净利润为 2.79、3.53 亿元，同比增长 65.1%、26.5%；EPS 分别为 0.87 元/股和 1.10 元/股，对应 P/E 分别为 19.69、15.57 倍，上调至“买入”评级。

**图表 60：坚朗五金分产品预测表（人民币 百万元）**

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
<b>收入</b>						
门窗五金系统	1562.23	1748.46	1933.09	2268.30	2721.96	3211.91
增速	16.5%	11.9%	10.6%	17.3%	20.0%	18.0%
点支承玻璃幕墙构配件	304.53	366.69	455.37	477.99	573.59	688.31
增速	-1.9%	20.4%	24.2%	5.0%	20.0%	20.0%
家居类产品			244.02	358.11	537.17	752.03
增速				46.8%	50.0%	40.0%
门控五金系统	227.51	272.81	298.33	319.41	351.35	386.49
增速	29.9%	19.9%	9.4%	7.1%	10.0%	10.0%
不锈钢护栏构配件	107.04	115.22	133.64	156.56	183.41	214.86
增速	3.8%	7.6%	16.0%	17.2%	17.2%	17.2%
其他	125.41	204.99	114.56	273.11	409.67	573.53
增速	30.6%	63.5%	-44.1%	138.4%	50.0%	40.0%
<b>营业收入</b>	<b>2,326.7</b>	<b>2,708.2</b>	<b>3,179.0</b>	<b>3,853.5</b>	<b>4,777.1</b>	<b>5,827.1</b>
增速	<b>14.9%</b>	<b>16.4%</b>	<b>17.4%</b>	<b>21.2%</b>	<b>24.0%</b>	<b>22.0%</b>
<b>毛利率</b>						
门窗五金系统	43.0%	43.9%	42.9%	41.7%	42.2%	42.7%
点支承玻璃幕墙构配件	31.7%	32.4%	29.7%	32.5%	33.0%	33.0%
家居类产品			33.4%	31.6%	33.1%	33.6%
门控五金系统	35.4%	37.9%	36.7%	38.7%	39.2%	39.7%
不锈钢护栏构配件	30.8%	31.4%	30.6%	32.2%	32.7%	33.2%
其他	28.9%	32.8%	26.4%	27.6%	28.6%	29.1%
<b>综合毛利率</b>	<b>39.7%</b>	<b>40.4%</b>	<b>38.6%</b>	<b>38.0%</b>	<b>38.3%</b>	<b>38.5%</b>
<b>成本</b>						
门窗五金系统	890.83	980.34	1104.74	1321.79	1572.48	1839.46
点支承玻璃幕墙构配件	208.08	248.02	320.06	322.46	384.07	460.89
家居类产品			162.48	245.07	359.52	499.57
门控五金系统	146.90	169.47	188.80	195.67	213.48	232.90
不锈钢护栏构配件	74.10	79.10	92.76	106.20	123.49	143.59
其他	84.17	137.85	84.28	197.79	292.59	406.76

营业成本                      1404.09                      1614.78                      1953.14                      2388.96                      2945.63                      3583.17

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

**图表 61: 坚朗五金利润表预测**

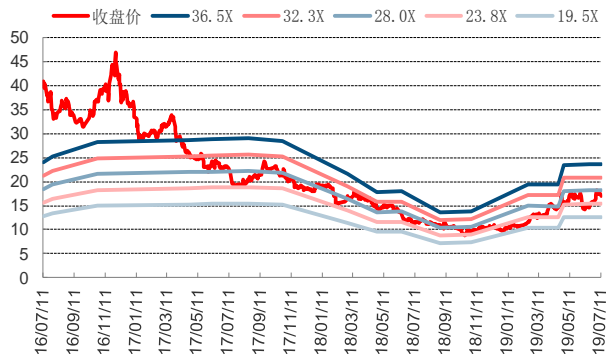
盈利预测(人民币 百万元)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入	2,326.7	2,708.2	3,179.0	3,853.5	4,777.1	5,827.1
+/- %	14.9%	16.4%	17.4%	21.2%	24.0%	22.0%
营业成本	(1,404.1)	(1,614.8)	(1,953.1)	(2,389.0)	(2,945.6)	(3,583.2)
<b>毛利</b>	<b>922.6</b>	<b>1,093.4</b>	<b>1,225.9</b>	<b>1,464.5</b>	<b>1,831.5</b>	<b>2,244.0</b>
+/- %	14.4%	18.5%	12.1%	19.5%	<b>25.1%</b>	<b>22.5%</b>
毛利率	39.7%	40.4%	38.6%	38.0%	38.3%	38.5%
营业税金及附加	(18.9)	(27.0)	(27.9)	(29.6)	(36.7)	(44.8)
收入占比	0.8%	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
<b>主营业务利润</b>	<b>903.8</b>	<b>1,066.4</b>	<b>1,198.0</b>	<b>1,434.9</b>	<b>1,794.8</b>	<b>2,199.1</b>
主营业务利润率	38.8%	39.4%	37.7%	37.2%	37.6%	37.7%
销售费用	(443.8)	(545.2)	(670.5)	(809.7)	(984.6)	(1,195.2)
销售费用率	19.07%	20.13%	21.09%	21.01%	20.61%	20.51%
管理费用	(123.5)	(138.1)	(175.5)	(223.8)	(270.3)	(329.7)
管理费用率	5.31%	5.10%	5.52%	5.81%	5.66%	5.66%
研发费用	(82.2)	(103.1)	(119.0)	(183.7)	(227.7)	(277.7)
研发费用率	3.53%	3.81%	3.74%	4.77%	4.77%	4.77%
<b>息税前利润</b>	<b>254.4</b>	<b>279.9</b>	<b>232.9</b>	<b>217.8</b>	<b>312.2</b>	<b>396.5</b>
息税前利润率	10.9%	10.3%	7.3%	5.7%	6.5%	6.8%
财务费用-净值	(2.9)	9.3	3.2	(1.6)	1.1	(0.3)
资产减值损失	(10.1)	(10.8)	(29.4)	(36.7)		
加: 公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0		
投资收益	0.0	3.6	8.8	2.7		
汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0		
营业利润差额(合计平衡项目)						
<b>营业利润</b>	<b>241.4</b>	<b>282.1</b>	<b>224.8</b>	<b>192.8</b>	<b>313.3</b>	<b>396.3</b>
加: 营业外收入	7.6	12.8	1.1	1.5		
减: 营业外支出	(2.8)	(2.8)	(2.0)	(4.5)		
利润总额差额(合计平衡项目)						
<b>利润总额</b>	<b>246.2</b>	<b>292.0</b>	<b>223.9</b>	<b>189.8</b>	<b>313.3</b>	<b>396.3</b>
税前利润率	10.6%	10.8%	7.0%	4.9%	6.6%	6.8%
+/- %	-4.2%	18.6%	-23.3%	-15.3%	65.1%	26.5%



所得税费用	(34.9)	(39.9)	(31.0)	(20.6)	(33.9)	(42.9)
有效税率	14.2%	13.7%	13.9%	10.8%	10.8%	10.8%
<b>净利润</b>	<b>211.3</b>	<b>252.1</b>	<b>192.9</b>	<b>169.2</b>	<b>279.4</b>	<b>353.4</b>
+/- %	-2.1%	19.3%	-23.5%	-12.3%	65.1%	26.5%
少数股东权益	(0.6)	1.0	(1.8)	2.9	4.8	6.1
	0.3%	-0.4%	0.9%	-1.7%	-1.7%	-1.7%
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>210.8</b>	<b>253.2</b>	<b>191.1</b>	<b>172.1</b>	<b>284.2</b>	<b>359.5</b>
+/- %	-2.1%	20.1%	-24.5%	-9.9%	65.1%	26.5%
净利润率	9.1%	9.3%	6.0%	4.5%	5.9%	6.2%

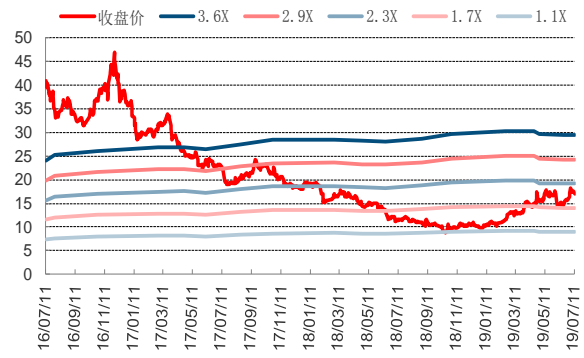
资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 62: P/E band



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 63: P/B band



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 64: 可比公司估值表

公司名称	代码	收盘价 (Rmb)		总市值 (Rmb mn)	P/E			P/B		
		2019/7/11			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
坚朗五金	002791.SZ	16.93		5,444	26.15	20.36	15.11	1.17	1.81	1.63
帝欧家居	002798.SZ	21.91		8,434	20.97	16.47	12.66	1.67	2.21	1.92
东方雨虹	002271.SZ	22.47		33,527	21.82	17.12	13.71	2.50	3.44	2.83
蒙娜丽莎	002918.SZ	12.54		5,043	13.66	11.54	9.42	1.60	1.68	1.40
伟星新材	002372.SZ	16.61		26,129	26.11	22.54	19.28	6.13	6.38	5.64
三棵树	603737.SH	42.80		7,977	34.93	25.08	18.17	3.96	4.89	3.94

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

## 四、风险提示

原料价格波动、行业竞争加剧、下游地产行业波动。

## 分析师介绍

**花小伟：**中信建投证券研究发展部大消费组长，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名；2018 年水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名。

**罗乾生：**中国人民大学管理学学士、硕士，轻工消费研究员，2016 年加入中信建投。

**研究助理 颜慧菁：**伦敦政治经济学院硕士，2019 年加入中信建投证券从事轻工行业研究，曾任职中金公司研究部。

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn  
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn  
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn  
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn  
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn  
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn  
任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn  
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn  
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn  
杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn  
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn  
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn  
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn  
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn  
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn  
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn  
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn  
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn  
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn  
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn  
薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn  
王定润 wangdingrun@csc.com.cn

### 深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiaomiao@csc.com.cn  
许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn  
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn  
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn  
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn  
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859