

集成化的五金巨头，对标伍尔特成长空间充足

坚朗五金(002791)

► **集成化经营是未来五金行业的发展趋势。**建筑五金行业是超800亿元的大市场，但由于过往门槛较低、且品类繁杂，绝大多数企业采取生产少数品类、并通过经销渠道销售。我们认为随着地产行业控制成本需求的提升，以及五金需求高端化的发展，能够通过扩充品类提供一站式采购服务，且能通过直销较好把握市场反馈的集成化经营模式将成为五金企业脱颖而出的关键，而由于集成化对于生产、渠道的精细化管理要求高，先发者护城河较广。

► **集成化经营典范，良性循环开启。**2014年起公司开始深化集成化发展策略，具体举措包括：1) 全面采用Oracle ERP系统，使得公司能够应对繁杂的订单信息，2) 自主研发及收购合作并举，扩充产品品类，目前公司已拥有超100个五金品类产品，行业领先，3) 大力投入配套直销渠道建设，目前已基本实现全国范围的销售渠道。公司已逐渐进入集成化布局收获期，销售人均创收逐级提升，期间费用率2019年起开始下降，而我们认为公司已开启“品类拓展提升规模效应-成本下降利润提升-利润提升助力新品研发”的良性循环，从而使得公司进入收入规模增长、费用率下降的新成长阶段。

► **对标伍尔特成长空间充足，行业大白马呼之欲出，或持续超预期。**对标国际领先企业伍尔特，我们认为公司在品类拓展、人均创收方面目前只达到伍尔特的25-30%，提升空间充足，同时未来费用率也有望复制伍尔特的下降路径。我们测算未来5年，公司利润相较于2020年仍有3倍提升空间，业绩或持续超预期，行业大白马呼之欲出。

► **投资建议。**预计公司2021-2022年收入84.1/105.0亿元，同比增长24.8%/24.8%，归母净利润11.83/16.38亿元，同比增长45.0%/38.5%，给予公司基于市盈率估值的目标价194.89元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

渠道拓展低于预期，系统性风险。

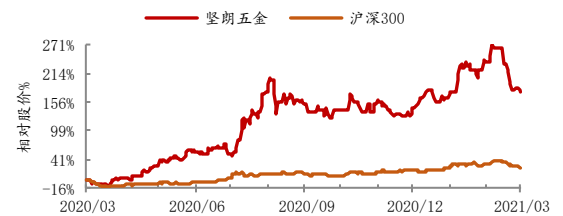
盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3853.48	5255.13	6736.76	8407.70	10496.38
YoY (%)	21.22%	36.37%	28.19%	24.80%	24.84%
归母净利润(百万元)	172.13	439.32	815.46	1182.78	1637.97
YoY (%)	-9.93%	155.23%	85.62%	45.04%	38.49%
毛利率 (%)	38.01%	39.82%	40.99%	41.89%	42.78%
每股收益(元)	0.54	1.37	2.54	3.68	5.09
ROE	6.25%	14.31%	21.48%	24.39%	25.97%
市盈率	268.31	105.12	56.63	39.05	28.20

资料来源: Wind, 华西证券研究所

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	194.89
最新收盘价:	150.12
股票代码:	002791
52周最高价/最低价:	205.94/45.38
总市值(亿)	482.70
自由流通市值(亿)	234.84
自由流通股数(百万)	156.44



分析师: 戚舒扬

邮箱: qisy@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话: 0755-23948865

研究助理: 郝暉

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

正文目录

1. 集成化经营，建筑五金大白马.....	4
2. 建筑五金：良莠不齐的大市场，集成化经营大势所趋.....	5
2.1. 建筑五金超 800 亿元大市场，但行业格局分散.....	5
2.2. 集成化经营大势所趋，先行者壁垒较高.....	7
3. 集成化良性循环开启，行业大白马呼之欲出.....	12
3.1. 品类扩张持续，一站式五金采购平台.....	12
3.2. 信息化助力生产、渠道精细化管理.....	15
3.3. 对标伍尔特，成长空间充足.....	17
3.4. 现金流及毛利率无需过度担忧.....	20
4. 盈利预测及估值.....	23
5. 风险提示.....	24

图表目录

图 1 公司发展历程.....	4
图 2 公司股权结构.....	4
图 3 公司收入及增速.....	5
图 4 公司归母净利润及增速.....	5
图 5 建筑五金市场规模测算.....	6
图 6 集成化运营企业经营流程.....	8
图 7 集成化运营企业的销售团队运营模式及内容.....	8
图 8 地产行业 CR10.....	9
图 9 精装房渗透率.....	9
图 10 高端门窗五金需求占比上升.....	10
图 11 建筑能耗提升，节能要求提高.....	10
图 12 公司主要产品门窗五金系统生产流程.....	11
图 13 公司研发投入稳定增长.....	13
图 14 公司研发人员数量.....	13
图 15 公司旗下主要品牌.....	14
图 16 人均订单数量相较 2014 年上升明显.....	16
图 17 销售人员人均创收提高.....	16
图 18 公司销售费用率逐渐下降，渠道布局渐入收获期.....	17
图 19 坚朗云采 APP.....	17
图 20 伍尔特收入及增速.....	18
图 21 伍尔特净利润及增速.....	18
图 22 伍尔特收入按地区划分.....	18
图 23 伍尔特收入按产品划分.....	18
图 24 销售人均创收对比.....	19
图 25 伍尔特销售管理费用率 2009 年后下降.....	19
图 26 伍尔特其他经营支出费用率 2009 年后下降.....	19
图 27 公司应收账款及票据近年来规模上升较快.....	21
图 28 收现比 2019 年改善.....	21
图 29 净营业周期 2019 年下降.....	21
图 30 企业自由现金流转正.....	22
图 31 五金产品成本划分.....	22
图 32 2016-2018 钢价、铝价、锌价上升.....	23
图 33 公司毛利率总体平稳.....	23

表 1 建筑五金主要产品分类.....	6
表 2 我国建筑五金市场主要头部企业	7
表 3 行业内两种经营方式对比.....	7
表 4 公司业务订单数量繁杂.....	10
表 5 单省份销售人员工资测算.....	12
表 6 近五年五金板块运营数据.....	13
表 7 公司通过收购合作进入的细分市场.....	14
表 8 地产开发商五金品牌首选率.....	15
表 9 公司成长空间测算.....	20
表 10 公司盈利预测.....	23
表 11 公司估值.....	24

1. 集成化经营，建筑五金大白马

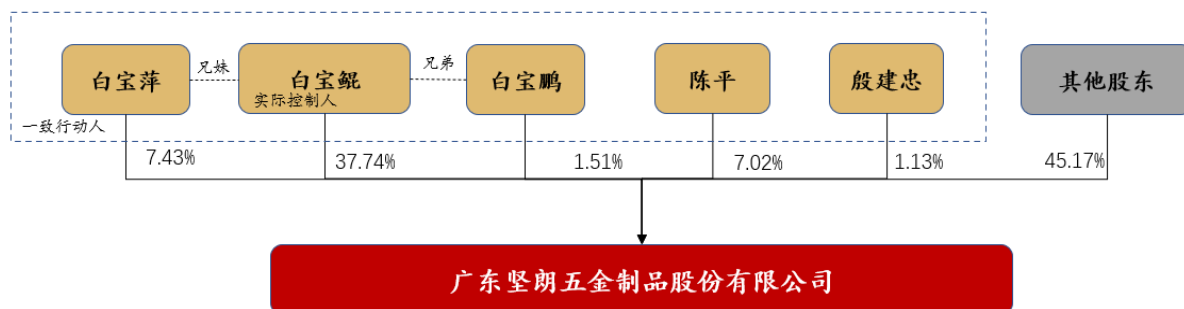
深耕五金近二十载，股权稳定，行业领先。公司成立于 2003 年，主业为中高端建筑门窗、幕墙五金配件等相关产品销售，2016 年 3 月实现 A 股上市。公司管理层结构较为稳定清晰，实控人白宝鲲拥有 25 年左右的幕墙行业经历，并曾参加过多项建筑五金国家标准指定，其他高管大多数在公司任职时间也超过 10 年，截止到 2020Q3，公司实控人白宝鲲直接、间接合计持有公司 37.74% 股份，高管合计持股超过 60%，股权结构清晰稳定。公司专注五金主业，2011-2020 年，公司收入由 11.15 亿元增长到 67.36 亿元，对应 CAGR22.13%，测算公司目前建筑五金市场市占率 7-8%，行业领先。

图 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司年报，华西证券研究所

图 2 公司股权结构

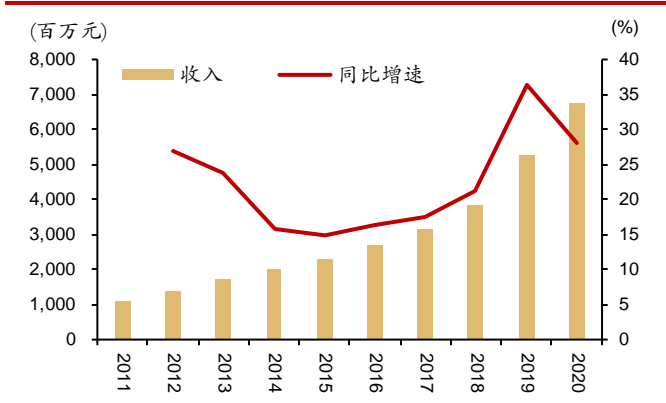


资料来源：公司年报，华西证券研究所

2015-2018 年为渠道铺设阶段，目前已进入收获期。2014 年起，公司深化集成化经营策略，为铺设直销渠道，并加大新品类产品研发力度，公司进行了较大规模投入，销售/技术人员数量由 2015 年的 2955/819 人上升至 2018 年的 4180/1160 人，销

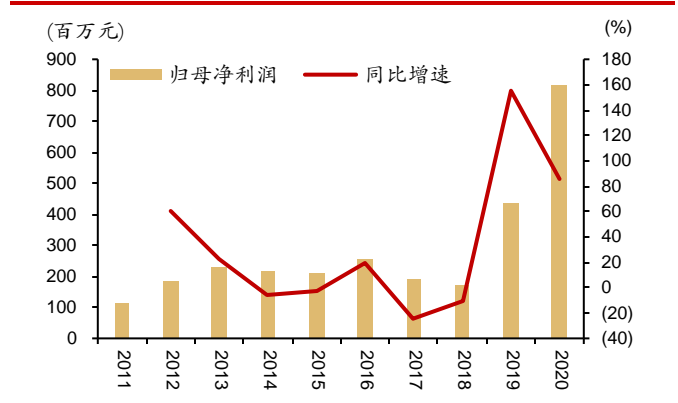
售费用率由 2014 年的 16.9% 上升至 2018 年的 21.0%，从而使得在收入上升的背景下，归母净利润反由 2014 年的 2.15 亿元下滑至 2018 年的 1.72 亿元。但随着相关人员开始创收，公司品类拓展、渠道建设进入收获期，净利率由 2018 年的 4.8% 提升至 2020 年的 12.1%，归母净利润 2020 年迅速增长至 8.15 亿元。

图 3 公司收入及增速



资料来源：wind，华西证券研究所

图 4 公司归母净利润及增速



资料来源：wind，华西证券研究所

集成化经营铸就高壁垒，五金大白马呼之欲出。我们认为集成化经营是行业未来的趋势，而作为行业内极少数集成化经营的先行者，公司已铸就了较高的竞争壁垒，随着人均创收提升、费用率进一步下降，我们认为公司收入规模、净利率同时提升的趋势仍将延续，五金行业大白马冉冉升起。

2. 建筑五金：良莠不齐的大市场，集成化经营大势所趋

根据我们测算，目前建筑五金市场空间超 800 亿元，如果延伸至家居五金及卫浴五金，则行业整体空间超 3000 亿元，是名副其实的大市场，但由于过往行业准入门槛低、且产品本身品类繁杂，行业呈现“大行业、小公司”特点。我们认为集成化经营是未来行业发展趋势，而先行者的竞争优势壁垒较高，未来有望成为行业中的巨人，市占率及盈利能力相比目前显著提升。

2.1. 建筑五金超 800 亿元大市场，但行业格局分散

建筑五金是将金属压制后，按照模具形状进行浇铸、压铸，最后进行表面处理所生产的构件产品，作为生活中的常用辅助性产品，主要包括门窗五金、门控五金、点支承玻璃幕墙五金和不锈钢护栏五金等。我们根据竣工数据，测算目前建筑五金市场规模约 858 亿元左右，其中门窗、门控规模分别达 400/300 亿元，是最大的细分建筑五金市场。我们判断如果考虑其他广义家居五金（卫浴、智能家居、燃气等），则整个家居五金市场的空间规模在 3000 亿元以上。

表 1 建筑五金主要产品分类

建筑五金种类	作用	主要应用范围
门窗五金	决定门窗起闭顺畅度、安全性能、抗风性能、防水性能等	各类型建筑
门控五金	用于实现门扇平稳启动关闭，决定门扇安全性和节能效果	公共及商业建筑
点支承玻璃幕墙构配件	受力构件，决定安全性	公共及商业建筑
不锈钢护栏构配件	受力构件，决定安全性	公共及商业建筑

资料来源：公司招股说明书，公司年报，华西证券研究所

图 5 建筑五金市场规模测算

<u>门窗五金市场规模（亿元）</u>		<u>点支承玻璃幕墙五金市场规模（亿元）</u>	
新建	存量修缮	新建	
全社会建筑竣工面积（亿平方米）	30	城镇存量房屋面积（亿平方米）	272
门窗面积占比（%）	25	翻新年限（年）	20
每平方米门窗面积所需套数	0.7	门窗面积占比（%）	25
所需五金件套数（亿套）	5	每平方米门窗面积所需套数	0.7
平均价格（元/套）	60	平均价格（元/套）	60
市场规模（亿元）	300	市场规模（亿元）	136
点支承玻璃幕墙工程占比（%）		建筑工程幕墙产值（亿元）	4,500
配件价值占工程比重（%）		点支承幕墙玻璃工程占比（%）	10
		配件价值占工程比重（%）	15
门窗五金市场规模（亿元）	436	市场规模（亿元）	68
点支承玻璃幕墙五金规模（亿元）	68		
门控五金市场规模（亿元）	300		
其他（护栏等）五金规模（亿元）	55		
建筑五金市场总规模（亿元）	858		

资料来源：公司招股说明书，统计局，华西证券研究所

行业良莠不齐、格局分散。建筑五金是定制化产品，以较为常见的门窗五金为例，不同质量、开关方式、规格的门窗所需求的五金产品参数均不相同，同时每个细分五金品类均存在大量单品，需要搭配使用才能构成完整部件，整个产品呈现细小繁多特征，一家企业往往很难涉及全部品类，叠加过往行业进入门槛较低，行业良莠不齐，格局十分分散。根据协会数据，我们估算仅门窗五金一个细分行业就有超过 5000 家企业，绝大多数小企业从规模、设备、研发能力等层面与头部企业差距巨大。

表 2 我国建筑五金市场主要头部企业

企业	收入规模 (亿元)	介绍
坚朗五金	68	总部位于广东，我国最大的建筑五金生产企业，集成化服务领先者
立兴杨氏	预计 10-20	主营业务为门窗及配件生产销售，主要五金品牌“立兴”
广东合和	预计 10-20	总部位于广东，主要产品包括门窗五金和幕墙门控五金，主要品牌“合和”
亚萨合莱		全球知名智能锁和安防解决方案供应商，总部位于瑞典，在欧美和亚洲处于领先地位，通过收购山东国强进入中国
英格索兰		总部位于美国，多元化工业企业，五金产品品牌为“Ingersoll Rand”
史丹利		总部位于美国，全球最大工具生产商，五金品牌包括“Stanley”、“GMT”等
诺托		总部位于德国，1997 年进入中国，主要品牌为“Roto”
伍尔特		总部位于德国，生产各种工具及构件，90 年代进入中国，

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

2.2. 集成化经营大势所趋，先行者壁垒较高

随着行业发展，建筑五金行业目前形成了集成化和离散式两种经营模式。

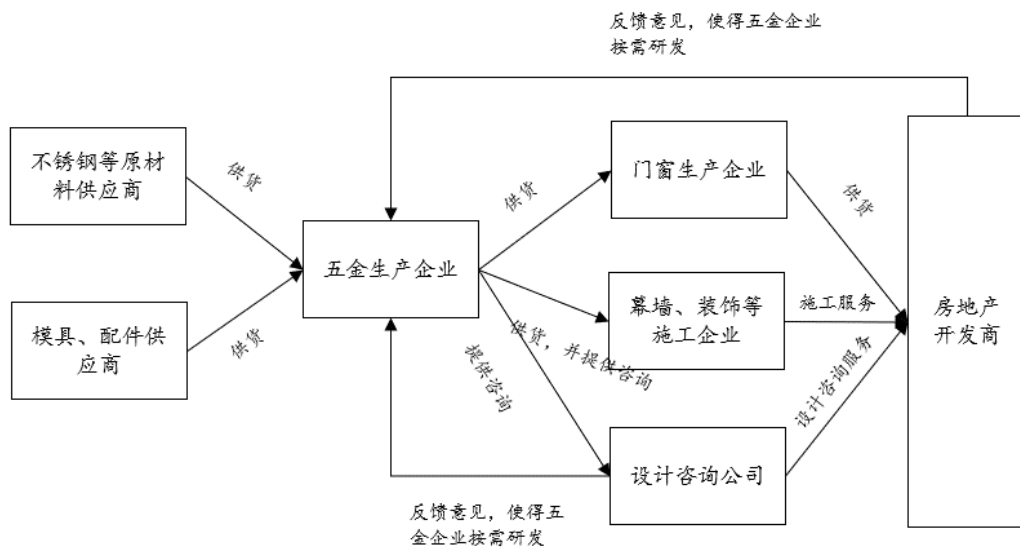
表 3 行业内两种经营方式对比

经营方式	描述	产品种类	服务内容	主要渠道	成本	风险	代表企业
集成化	产品+服务+研发一站式	品类多，较为完善	需要提供一定咨询服务	直销为主	取决于规模化程度	有应收款、库存等风险	坚朗五金、头部外资企业
离散式	根据订单生产产品	有限	基本无增值服务	经销为主	相对较低	相对较低	国内众多中小型企业

资料来源：公司招股说明书，公司年报，华西证券研究所

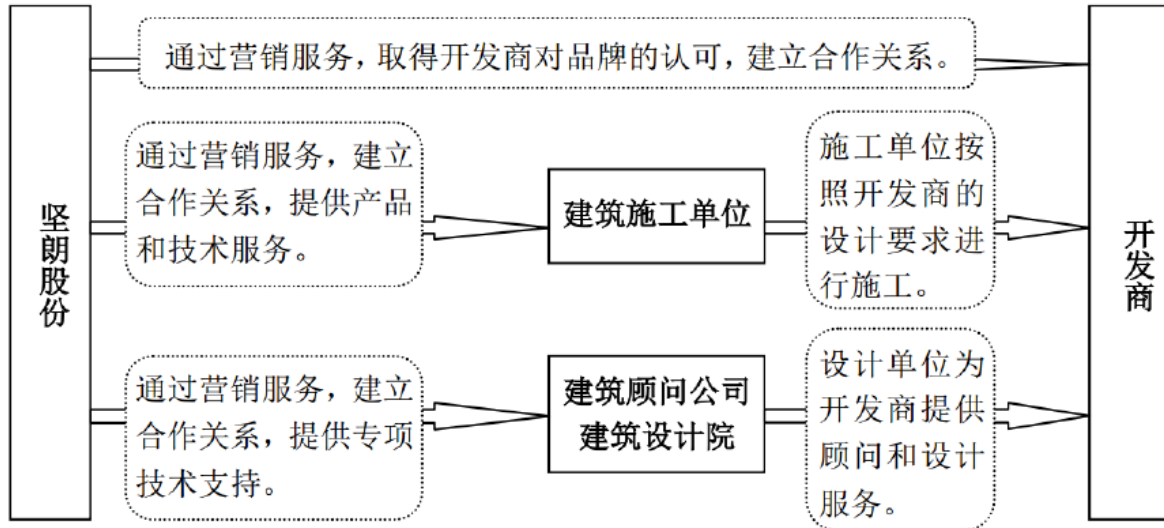
集成化经营：企业需要对最终下游地产开发商进行营销服务，取得品牌认可，同时也要对施工、设计类企业提供咨询服务，从而使得建筑设计更加完善，同时也进一步巩固下游渠道，并提供“生产+设计”的一站式服务，其主要方式是直销，产品品类通常也较为丰富。

图 6 集成化运营企业经营流程



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

图 7 集成化运营企业的销售团队运营模式及内容



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

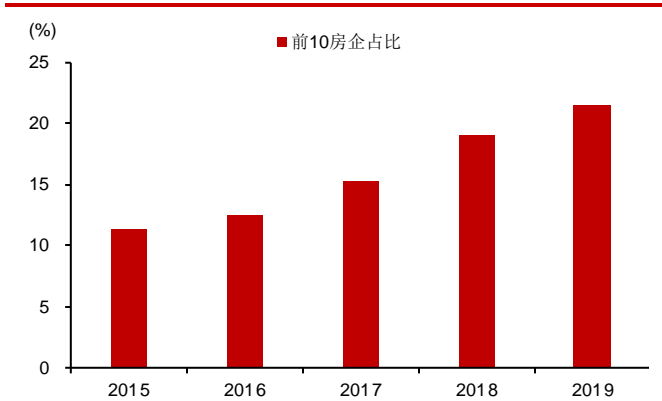
离散式经营：基本只根据订单生产品类有限的产品，不参与设计、施工的咨询，其主要销售方式是经销，通过卖场、门面店等场所进行销售，产品也通常只集中于少数细分品类。

我们认为随着行业发展，集成化经营是行业的大势所趋。

2.2.1. 驱动因素一：地产调控收紧，成本控制倒逼一站式采购

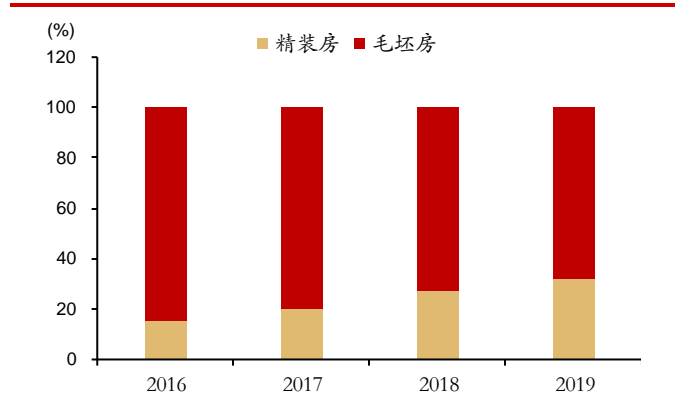
2020H2 起，国家通过三道红线等手段进一步收紧调控政策，判断地产企业成本控制要求提升，未来将更多采用一站式集中采购。同时，目前地产行业集中度及精装房渗透率也在进一步提升，top10 地产企业市场份额由 2015 年的 11.41% 上升至 2019 年的 21.46%，精装房渗透率由 2015 年的 15% 上升至 2019 年的 32%，我们判断上述趋势仍将延续，进一步推升集采需求。

图 8 地产行业 CR10



资料来源：奥维云网，华西证券研究所

图 9 精装房渗透率



资料来源：奥维云网，华西证券研究所

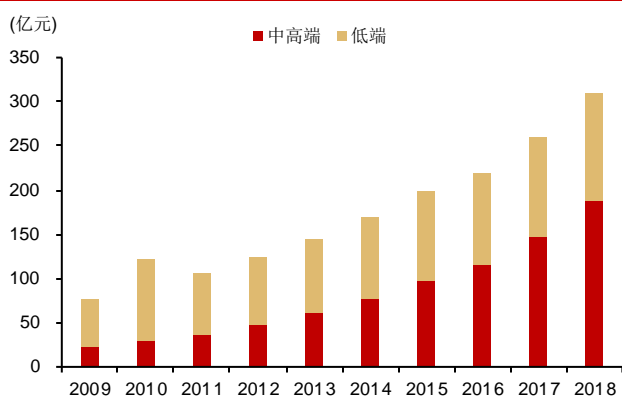
相比于传统经销渠道，集成化的直销模式拥有：1) 流通成本减少，2) 能够更好地把握客户需求，更好获得市场反馈的优点，因此我们认为大地产商将更青睐能够通过售前设计匹配客户需求、品类多样且能提供安装及售后服务的集成化供应商。

2.2.2. 驱动因素二：建筑节能推动需求高端化，企业需更多把握市场需求

作为门窗使用过程中接触最频繁的部件，五金产品质量好坏直接关系到门窗寿命及功能，而行业初期厨房的发展使得许多劣质门窗五金产品充斥市场，严重影响消费者体验。

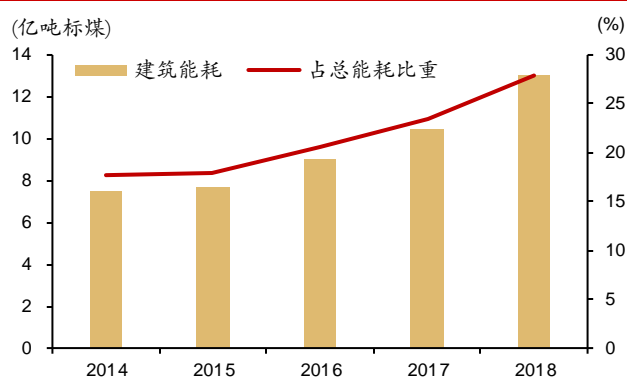
随着建筑节能要求以及人工维修成本的提高，消费者对于五金产品的需求也日渐提升，根据协会相关数据，中高端门窗五金需求占比由 2009 年的 29% 提升至 2018 年的 60% 左右。我们认为消费升级将使得中高端五金产品需求占比继续提升，利好头部企业。此外，我们认为，中高端产品占比的提升也使得供应商需要更好的把握市场反馈和需求，因此参与设计，与客户互动的集成化经营模式能够更好地适应要求，而中高端建筑五金产品对于原料材质、工艺技术也有较高要求，小企业往往难以达到生产要求。

图 10 高端门窗五金需求占比上升



资料来源：《门窗幕墙五金行业现状与发展趋势分析》，华西证券研究所

图 11 建筑能耗提升，节能要求提高



资料来源：产业信息网，华西证券研究所

我们同样认为，集成化经营对于五金企业的要求较高，先行者将拥有较强的壁垒，后来者很难超越。

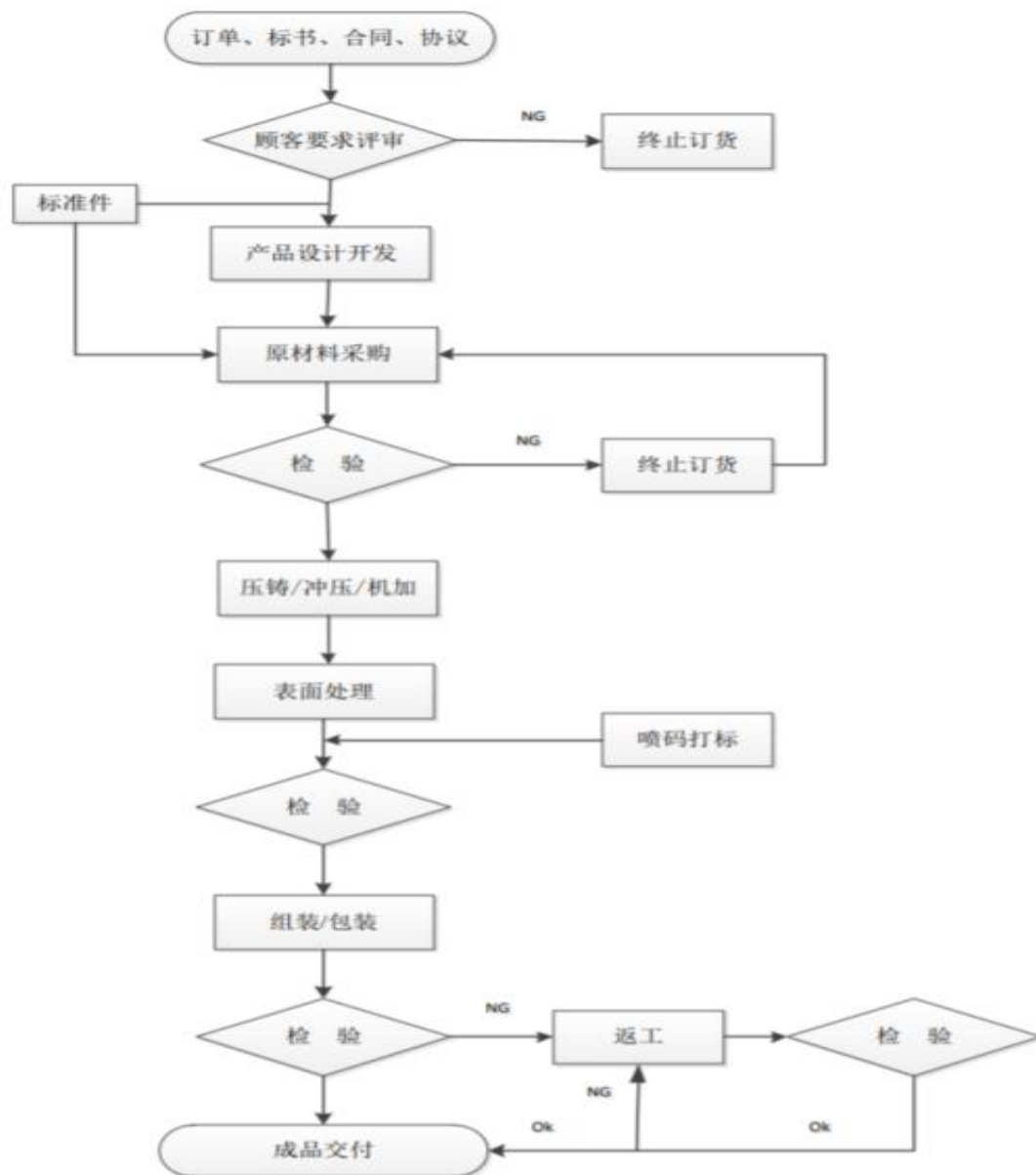
物料、品类订单信息繁杂，生产精细化管理要求高。五金是精细化生产流程，订单、业务数据繁杂。以公司为例，根据公司招股书及公告数据，公司平均每个五金订单金额 7000-8000 元左右，对应年客户订单 70-80 万个，对应每天承接 3000 个订单。假设每个订单涉及 4 条 OA 流程，生产周期 15 天，则公司全年公司需处理超 300 万个 OA 流程，数十万个物料代码，在需要及时交付背景下，集成化对五金公司生产的精细化管理提出了很高的要求，习惯于只生产少数品类的小企业很难处理相应的生产管理要求。

表 4 公司业务订单数量繁杂

公司 2019 年收入 (亿元)	52.55
平均五金订单价格 (元)	7000
年承接客户订单数 (万个)	75
每天大约承接订单数 (个)	3000
假设每单涉及 OA 流程 (条)	4
全年需处理 OA 流程数 (万条)	300

资料来源：公司招股说明书，公司公告，华西证券研究所

图 12 公司主要产品门窗五金系统生产流程



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

持续研发要求高，资金壁垒高。建筑五金细分品类较为繁杂，同时总体属于定制化产品，因此扩充每个细分品类收入规模，实现每个细分品类相对的规模效应是建筑五金企业走向集成化的基本要求。参考坚朗五金净利率数据，我们估算每个细分品类需达到至少千万元级别收入，才可以实现盈亏平衡，而根据协会数据测算，目前平均每家建筑五金企业的总收入规模仅在小几百万元左右，距离研发新品所需的单品类收入规模仍有一定距离，赶超先行者难度较大。

渠道建设投入大、管理难度高。由于集成化的建筑五金企业需要更好的与客户交流并把握市场反馈信息，因此通常采用直销模式，而我们认为直销渠道的建设投入需求及管理难度显著高于经销。

首先，直销渠道铺设的初期投入较高。以坚朗五金数据测算，2019 年公司销售人员 4639 人，销售人员工资薪酬 6.4 亿元，对应销售人员人均薪酬 13-15 万元。公司目

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

前已基本实现中国全省份覆盖，测算平均每个省份销售人员 150 人左右，对应单个省份销售人员年总薪酬 2000 万元以上，如考虑物流仓库（公司目前有 30 余个）等则初始投入更大，远超行业绝大多数小企业可承受范围。

表 5 单省份销售人员工资测算

2019 年公司销售人员数量 (人)	4,639
销售人员工资薪酬 (亿元)	6
销售人均薪酬 (万元)	14
平均各省销售人员数量 (人)	150
单省份销售人员总薪酬 (万元)	2,069

资料来源：公司年报，华西证券研究所

其次，相比于经销，直销对于渠道管理的要求更高。例如，相对于传统的经销模式，直销管理需要：A) 确定销售人员合同的真实性，B) 确保各个区域客户分工没有重合，减少不必要的内部竞争，C) 需要跟踪每个销售人员的合同及回款状况，D) 对于每笔订单的产品、库存进行跟踪。我们认为对于多数习惯于少数产品品类、经销模式管理的五金企业而言，实现上述转型难度较大。

由于后来者较难实现对于先行者的超越，我们判断率先实现集成化经营的头部建筑五金企业将建立较为宽广的护城河，其市占率将稳步提升，规模效应也将逐渐显现，而行业内小企业则将更多的转型低频次、低附加值产品配套供应商，生存、拓展的压力将增大。

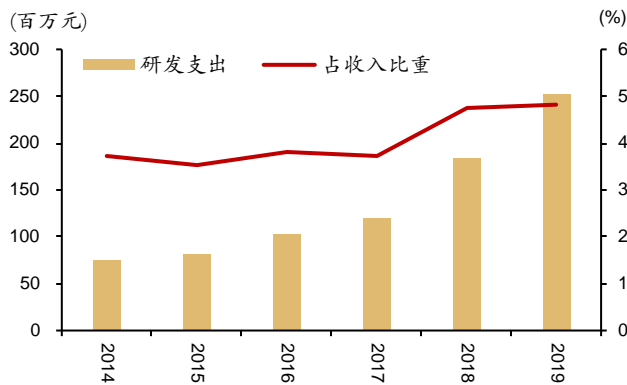
3. 集成化良性循环开启，行业大白马呼之欲出

我们认为公司已经开启了集成化经营的良性循环，从人均创收以及费用率两个角度而言仍有充足的成长空间，未来建筑五金行业大白马已经呼之欲出。

3.1. 品类扩张持续，一站式五金采购平台

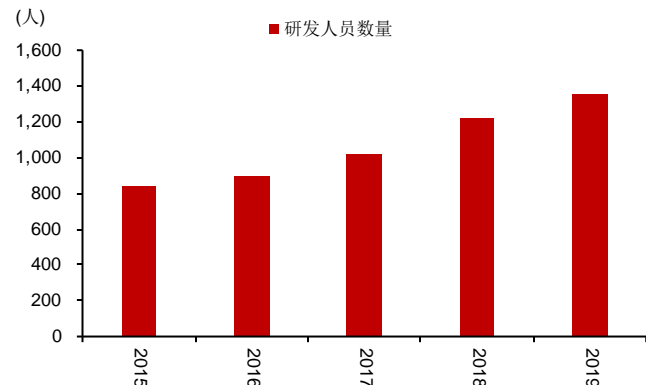
研发+收购并举，品类扩张见成效。公司上市后保持大规模研发投入，保持在行业内领先的产品研发创新能力。截止到 2019 年底，公司研发人员数量由 2015 年的 846 人上升至 1357 人，研发支出由 2015 年的 8200 万元上升至 2.5 亿元，研发支出占营收比重提升至 4.8%，领先其他大多数收入规模相似的建材企业。

图 13 公司研发投入稳定增长



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 14 公司研发人员数量



资料来源：公司年报，华西证券研究所

表 6 近五年五金板块运营数据

	2015	2016	2017	2018	2019
销量 (万套)	3,636	4,110	4,652	5,429	7,177
同比	19.7%	13.0%	13.2%	16.7%	32.2%
价格 (元/套)	63.9	65.8	68.2	70.8	73.2
同比	-4.0%	3.0%	3.7%	3.8%	3.4%
成本 (元/套)	(38.6)	(39.3)	(42.0)	(44.0)	(44.1)
同比	-3.8%	1.7%	6.8%	4.9%	0.2%
毛利 (元/套)	25.2	26.5	26.2	26.8	29.2

资料来源：公司年报，华西证券研究所

除自主研发外，公司同样通过与头部企业进行合作，切入细分市场。例如 2012 年公司合作设立深圳坚朗海贝斯，切入智能锁行业（目前持股 51%并表，2019 年收入 1.3 亿元），2016 年收购宁波新安东，切入密封条行业，目前建筑封装条销量已达行业领先水平。

表 7 公司通过收购合作进入的细分市场

收购/合作设立品牌	标的所属细分市场
海贝斯	智能锁
CIFIAL	卫浴
新安东	密封条
格兰斯柯	智能新风系统
莱法特	防火材料

资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 15 公司旗下主要品牌

坚朗旗下品牌



坚朗参股品牌

	● ● ●
--	-------

坚朗战略合作品牌

	● ● ●		

资料来源：公司年报，华西证券研究所

在高研发力度的支持下，公司近年来将产品品类延伸至智能家居、精装卫浴、建筑安防消防等领域，由于新品类与原有品类客户相似、采购渠道相同，公司为客户提供一站式五金采购的能力逐渐增强，目前产品品类已达 100 多种，拥有多个著名品牌，

2019 年地产企业首选率 18%，行业领先，产品已在 100 多个国家地区销售，用于多个地标工程，体现强大的市场竞争力。

表 8 地产开发商五金品牌首选率

	2017		2018		2019
坚朗	14%	坚朗	17%	坚朗	18%
亚萨合莱国强	12%	亚萨合莱国强	12%	广东合和	14%
丝吉利娅	10%	春光	10%	兴三星	10%
诺托	9%	丝吉利娅	8%	亚萨合莱国强	9%
春光	8%	诺托	8%	诺托	8%
祥盛	6%	广东合和	7%	立兴杨氏	7%
吉斯	5%	海福乐	5%	丝吉利娅	5%
海福乐	5%	祥盛	3%	海福乐	4%
立兴杨氏	2%	立兴杨氏	2%	广东田边	2%
广东合和	1%	广东田边	1%	祥盛	1%
前十合计	72%	前十合计	73%	前十合计	78%

资料来源：品牌榜，中房网，华西证券研究所

3.2. 信息化助力生产、渠道精细化管理

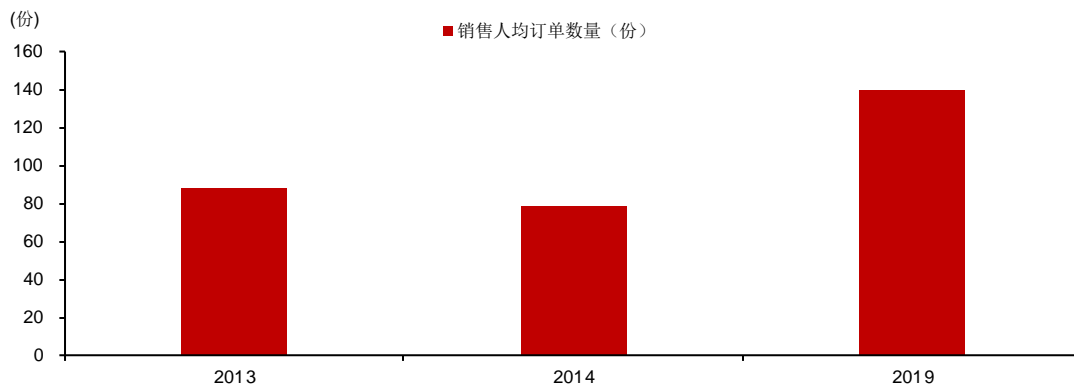
2013 年起公司采用 Oracle 的 ERP 系统，全面升级信息化、精细化管理。

生产端，公司为配合产品品类拓展，SKU 数量的上升，针对各五金细分品类，通过信息化管理，实现各仓库的即时调配以及新产品的有效研发，同时整合供应链、生产制造工艺及成本管理等多个环节。

客户端，公司通过信息化赋能直销渠道，依托信息化管理，实现销售流程管控，同时由于公司集成化经营、品类拓展推进、公司销售链条改善明显，具体体现为：

人均订单数量上升：按照每年目前 70-80 万份订单，估算 2019 年总订单 60-70 万份，对应销售人员人均订单 130-140 份左右，相比于 2014 年 20 万份总订单，销售人员人均 70-80 份订单提升明显，体现销售效率提升。

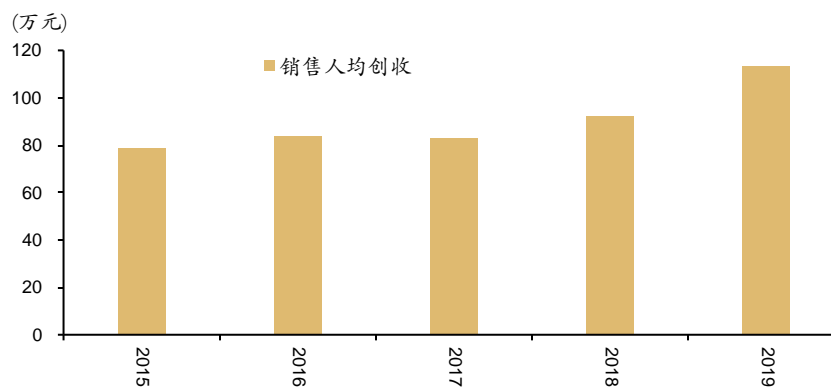
图 16 人均订单数量相较 2014 年上升明显



资料来源：公司招股书，公司年报，华西证券研究所

人均创收提升：2015-2019 年，公司销售人员人均创收由 78 万元提升至 113 万元，体现生产及渠道的规模效应逐渐体现。

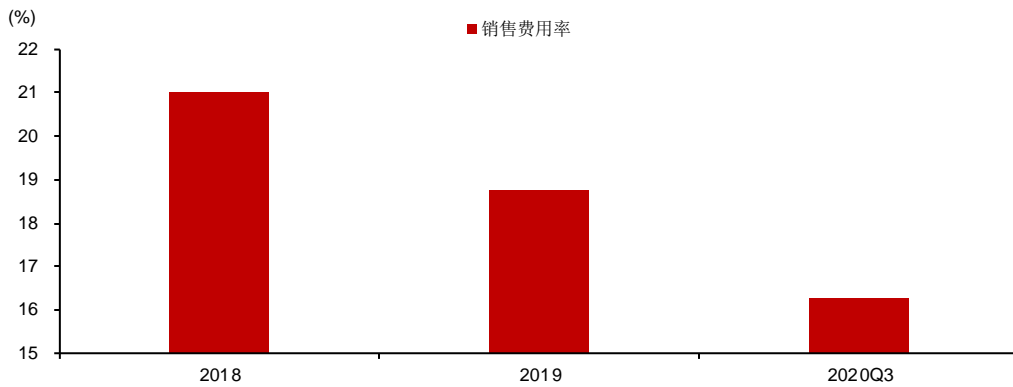
图 17 销售人员人均创收提高



资料来源：公司年报，华西证券研究所

销售费用率下降：2020 年前三季度，公司销售费用率 16.27%，相比于 2018 年下 4.74 个百分点，体现公司渠道布局渐入收获期。

图 18 公司销售费用率逐渐下降，渠道布局渐入收获期



资料来源：wind，华西证券研究所

我们认为，建筑五金是细分品类多、各品类配套使用的产品，经销商本身也是起到产品“集成化”作用，因此公司从单个客户创收角度而言仍有充足提升空间。在竞争优势稳固的背景下，我们认为公司将开启“研发助力品类拓展-品类拓展提升单个客户、销售人员创收，成本费用率下降-盈利提升，进一步助力新品类研发”的良性循环，而信息化也将增加公司研发、销售效率，使得公司进入销售规模及利润率同步提升的新阶段。而 2020 年，公司公告塘厦坚朗五金扩产项目和华北生产基地建设项目，并上线坚朗云采线上销售平台，进一步助力公司产能扩张和渠道下沉。

图 19 坚朗云采 APP

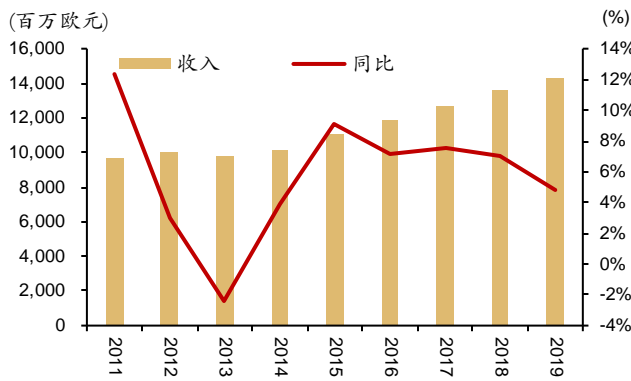


资料来源：百度图片，华西证券研究所

3.3. 对标伍尔特，成长空间充足

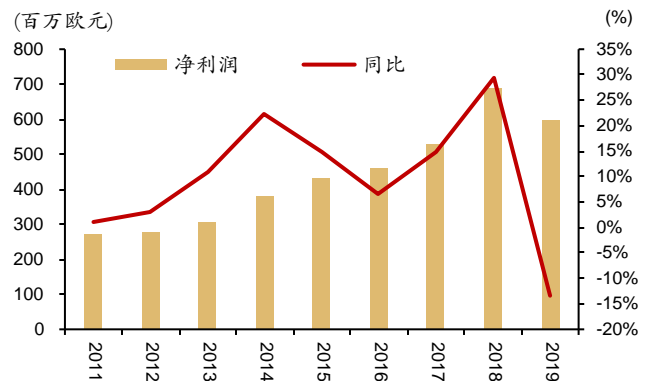
伍尔特成立于 1945 年，上世纪 90 年代进入中国市场，是德国及欧洲领先的集成化五金工具生产及服务企业，为客户提供五金产品、化工产品、家居建材等全方位服务，其中五金产品品类达 400 多种。2019 年，伍尔特收入 142.7 亿欧元，归母净利润 5.95 亿欧元。

图 20 伍尔特收入及增速



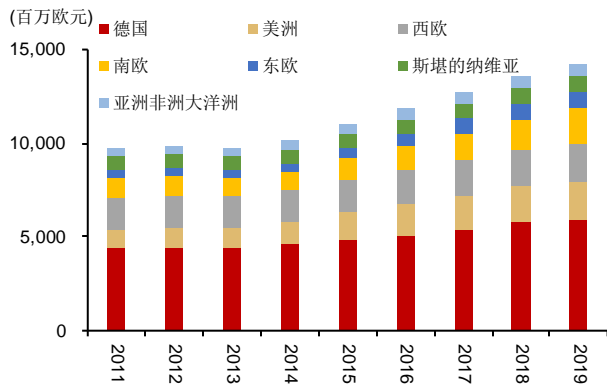
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 21 伍尔特净利润及增速



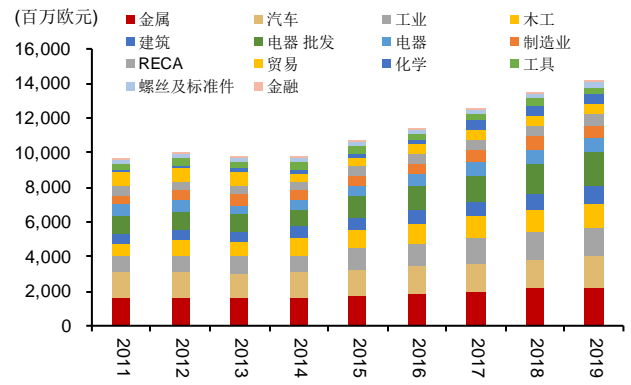
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 22 伍尔特收入按地区划分



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 23 伍尔特收入按产品划分

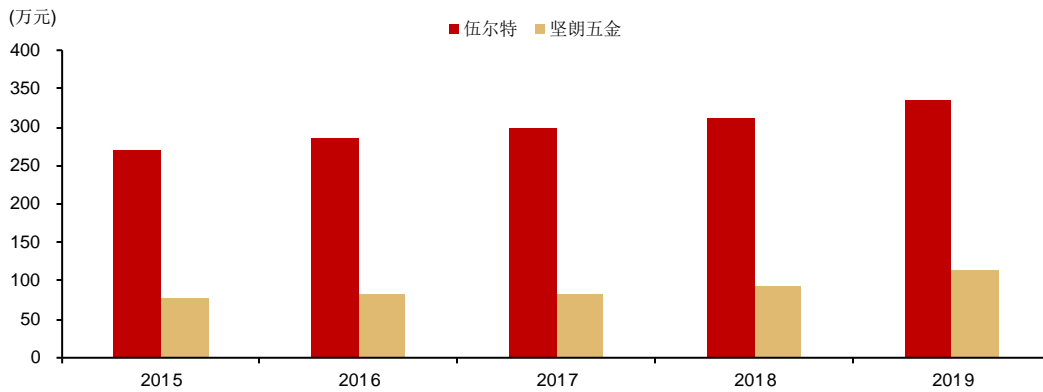


资料来源：公司年报，华西证券研究所

我们认为，随着渠道下沉，公司将更多的拓展三线、四线城市。如前文所述，小企业的经销商本身承担的就是“集成化”角色，而三四线城市有实力的经销商相较于一二线城市更少，因此我们认为公司在三四线城市的竞争优势更明显，拓展空间更大，而对标伍尔特，公司长期成长空间充足，具体体现为：

人均创收：2019年，公司销售人均创收113万元，仅相当于伍尔特（336万元，假设人民币欧元汇率8.0）的34%左右。目前公司五金品类仅伍尔特的25%，未来随着公司进一步增加新品类，提升单个客户创收，我们认为公司规模效应将继续显现，人均创收将进一步提升。

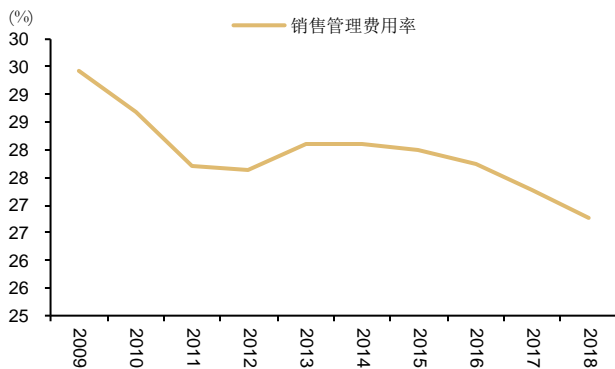
图 24 销售人均创收对比



资料来源：公司年报，华西证券研究所

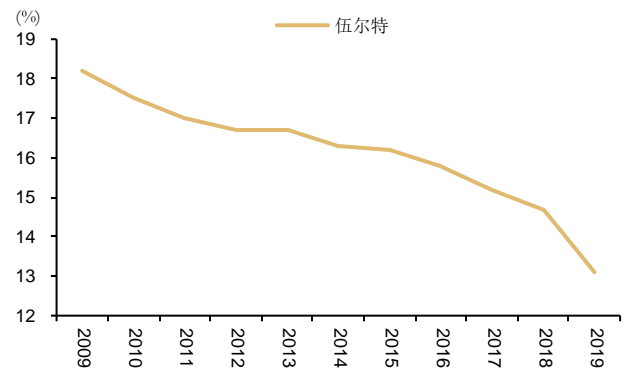
销售管理费用率：伍尔特年报并未公布明细的销售管理费用，我们根据其会计科目以及销售员工数量，估算其销售、管理费用率 26-27%左右，高于公司 2019 年水平 2.5-3.5 个百分点，判断主要原因是海外销售、管理人员人力成本高于国内。但我们注意到 2008-2009 年金融危机后，伍尔特随着集成化发展，伍尔特销售管理费用率累计下降 2.7 个百分点，其中其他经营支出（基本代表扣除员工工资后的销售管理费用）费用率由 2009 年的 18.2% 累计下降 5.1 个百分点至 2019 年的 13.1%。我们认为公司未来销售管理费用率仍有充足下降空间。

图 25 伍尔特销售管理费用率 2009 年后下降



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 26 伍尔特其他经营支出费用率 2009 年后下降



资料来源：公司年报，华西证券研究所

5 年内净利润有超 3 倍成长空间，业绩有持续超预期潜力。我们认为，公司良性循环已经开启，未来 5 年内或保持规模上升、费用率下降的良性循环增长阶段。我们测算得出未来 5 年公司归母净利润有望达到 24.9 亿元，相比于 2020 年快报公告净利润有 3 倍成长空间，成长空间充足，业绩或有持续超预期的潜力。

假设如下：

- 1) 未来 5 年公司销售人员年均增长 400-500 人左右，达到 7000 人，
- 2) 销售人均创收与伍尔特目前水平的差距缩小 50%，达 225 万元/人，隐含人均创收年复合增长率 15% 左右，与近两年增速相仿，
- 3) 销售、管理费用率相较于 2019 年累计降低 8 个百分点（下降至略低于 2013 年水平，对应每年下降 1.5 个百分点左右），

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

表 9 公司成长空间测算

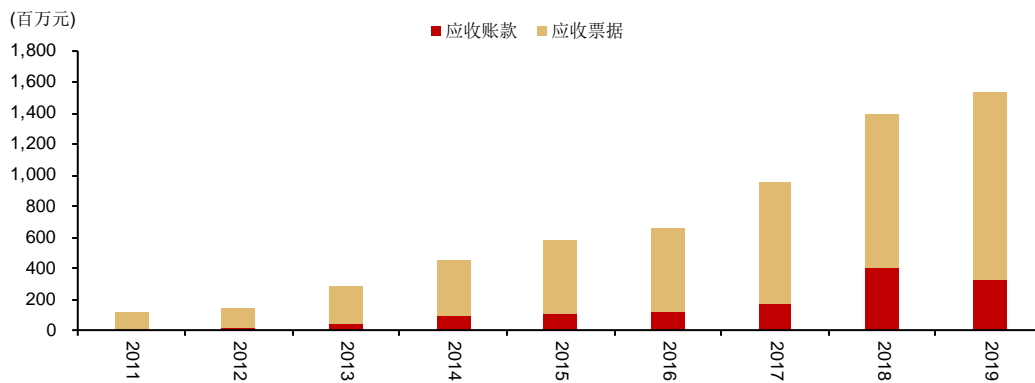
2019 年销售人数 (人)	4639
2025 年销售人数 (人)	7000
增长	50.9%
2019 年销售人均创收 (万元)	113
2025 年销售人均创收 (万元)	225
增长	98.7%
2019 年净利率	8.36%
通过三费率下降提升	8%
2025 年净利率	15.86%
测算 2025 年归母净利润 (亿元)	24.9
2020 年归母净利润 (亿元)	8.15
提升空间	206%

资料来源：公司招股说明书，公司年报，华西证券研究所

3.4. 现金流及毛利率无需过度担忧

公司近年来应收账款及票据规模上升较快，但我们认为公司现金流问题无需过度担忧。

图 27 公司应收账款及票据近年来规模上升较快

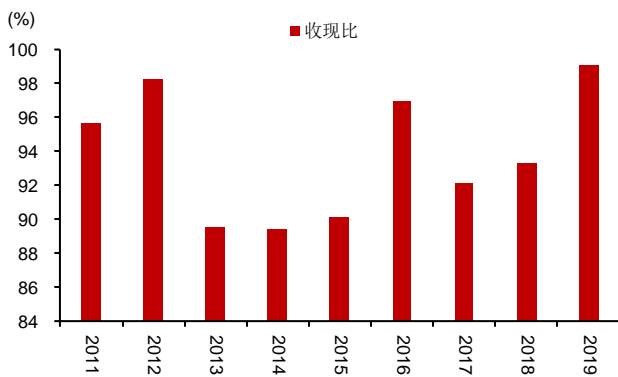


资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

首先, 公司推进集成化经营后, 迅速进入了百强地产企业的集采供应商名单, 而五金建材一般采用“甲指乙供”方式, 即地产商指定品牌给门窗供应商或施工方, 而公司销售产品给门窗供应商并进行结算。由于门窗供应商格局较散, 且与地产结算有一定传导滞后, 因此账期变长是集成化经营的正常后果。

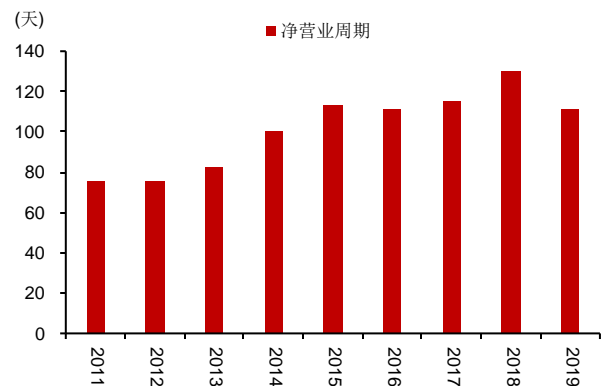
其次, 2019 年开始, 公司加强对于现金流管控, 同时通过扩大应付账款票据规模, 转移部分现金压力给上游供应商。根据 Wind 数据, 2019 年, 公司收现比同比提升 5.7 个百分点至 99.1%, 净营业周期同比下降 18 天至 111.8 天, 企业自由现金流转正至 5.65 亿元, 现金流改善明显。未来随着公司议价能力提升, 我们认为公司现金流改善的趋势仍将延续。

图 28 收现比 2019 年改善



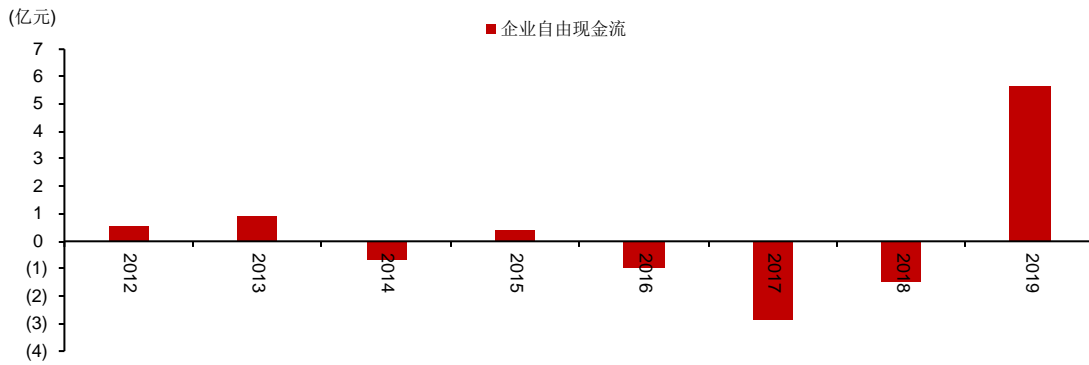
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 29 净营业周期 2019 年下降



资料来源: wind, 华西证券研究所

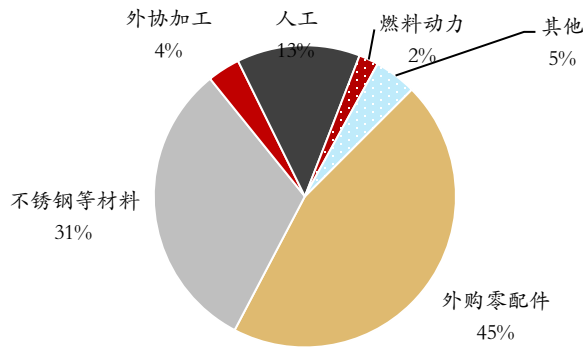
图 30 企业自由现金流转正



资料来源: wind, 华西证券研究所

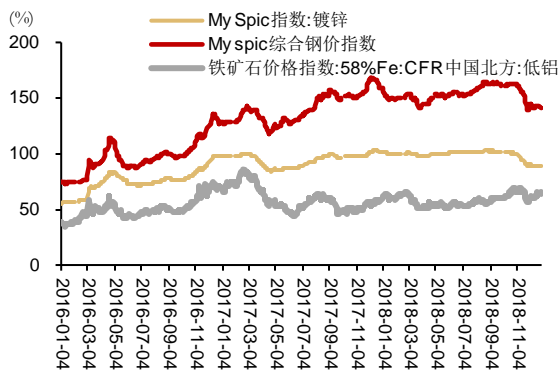
此外，我们同样认为无需担心金属价格上升使得公司毛利率承压。根据公司招股书及相关公告，公司目前 1/3 产品为高度定制化产品，2/3 产品为相对标准化产品，我们判断定制化产品合同为一单一谈，标准化产品合同为附带一定调价机制的协议价，总体能将原材料成本较好的转嫁下游。2016-2018 年，钢、锌、铝等原材料价格累计上涨 20%-40%，在原材料成本占总成本 70%以上的情况下，公司两年毛利率累计下降幅度仅 2%左右，体现公司能够较好的通过议价能力，将原材料成本转嫁下游。

图 31 五金产品成本划分



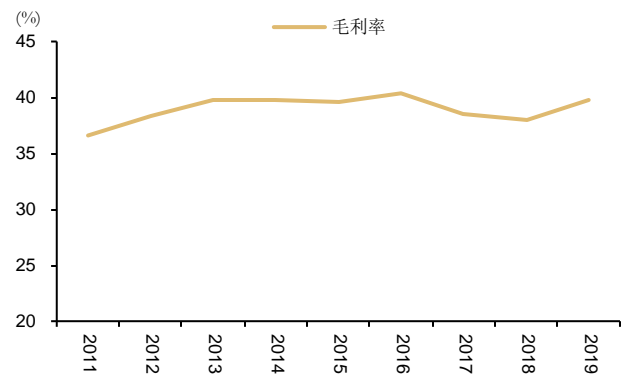
资料来源: 公司招股说明书, 华西证券研究所

图 32 2016-2018 钢价、铝价、锌价上升



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 33 公司毛利率总体平稳



资料来源: wind, 华西证券研究所

4. 盈利预测及估值

我们假设公司 2021-2022 年, 随着集成化推进, 单个销售人员/客户创收上升, 公司五金产品销量每年同比增长 25-30%。制造成本、销售费用率随着公司规模效应的提升每年降低 1-2 个百分点, 从而提升公司盈利能力。预计公司 2020-2022 年归母净利润 8.15/11.83/16.38 亿元, 同比增长 85.6%/45.0%/38.5%, 对应 EPS2.52/3.68/5.09 元。

表 10 公司盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销量 (万套)	5,429	7,177	9,187	11,484	14,355
售价 (元/套)	70.8	72.8	72.8	72.8	72.8
毛利 (元/套)	26.8	29.0	29.9	30.6	31.2
五金收入 (百万元)	3,845	5,222	6,684	8,355	10,443
其他收入 (百万元)	8	33	53	53	53
总收入 (百万元)	3,853	5,255	6,737	8,408	10,496
同比增速	21.2%	36.4%	28.2%	24.8%	24.8%
归母净利润 (百万元)	172	439	815	1,183	1,638
净利率	4.5%	8.4%	12.1%	14.1%	15.6%
同比增速	-9.9%	155.2%	85.6%	45.0%	38.5%

资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

我们选取与公司类似的, 有充足收入规模提升及利润率提升空间的震安科技与三棵树作为可比公司, 取两家上市公司 2022PE 与 PB (MRQ) 的平均值作为公司市盈率和市净率, 即 38.32x PE/14.36x PB。对应公司 2022 年盈利预测中 EPS 及最新一期 BPS 分别为 5.09 元/11.36 元, 得到公司估值 194.89/163.19 元/股。由于公司处于

高增长、高盈利周期，我们认为 PE 估值更能反映公司价值及潜力，因此我们选取基于 PE 估值的 194.89 元作为我们的最终目标价，首次覆盖给予“买入”评级。

表 11 公司估值

	2022E PE	PB(MRQ)
震安科技	34.68	9.05
三棵树	41.96	19.67
平均值	38.32	14.36
EPS/BPS	5.09	11.36
估值 (元/股)	194.89	163.19

资料来源：Wind，华西证券研究所

5. 风险提示

渠道拓展低于预期：如果公司渠道拓展低于我们预期，则公司销量可能低于我们预期，费用率也可能高于我们预期。

系统性风险：疫情、贸易摩擦走势等可能影响 A 股整体走势和估值。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	5255.13	6736.76	8407.70	10496.38	净利润	439.49	858.38	1245.03	1724.18
YoY (%)	36.37%	28.19%	24.80%	24.84%	折旧和摊销	99.52	101.39	104.72	108.89
营业成本	3162.65	3975.62	4885.68	6006.19	营运资金变动	19.18	-284.68	-322.04	-405.00
营业税金及附加	37.40	47.95	59.84	74.71	经营活动现金流	618.63	749.69	1091.31	1482.67
销售费用	984.79	1064.41	1261.16	1521.97	资本开支	-222.75	-80.71	-64.71	-55.71
管理费用	267.21	303.15	353.12	419.86	投资	-143.76	0.00	0.00	0.00
财务费用	-0.03	-5.37	-11.87	-22.01	投资活动现金流	-459.72	-84.94	-68.94	-59.94
资产减值损失	15.06	85.00	90.00	90.00	股权募资	0.49	0.00	0.00	0.00
投资收益	-7.87	-7.87	-7.87	-7.87	债务募资	204.30	0.00	0.00	0.00
营业利润	499.24	978.82	1412.41	1960.57	筹资活动现金流	62.91	-94.83	-134.51	-184.48
营业外收支	-1.54	19.29	35.29	44.29	现金净流量	221.83	569.92	887.86	1238.24
利润总额	497.70	998.12	1447.71	2004.86	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	58.21	139.74	202.68	280.68	成长能力 (%)				
净利润	439.49	858.38	1245.03	1724.18	营业收入增长率	36.37%	28.19%	24.80%	24.84%
归属于母公司净利润	439.32	815.46	1182.78	1637.97	净利润增长率	155.23%	85.62%	45.04%	38.49%
YoY (%)	155.23%	85.62%	45.04%	38.49%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.37	2.54	3.68	5.09	毛利率	39.82%	40.99%	41.89%	42.78%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率率	8.36%	12.74%	14.81%	16.43%
货币资金	657.20	1227.12	2114.98	3353.22	总资产收益率 ROA	8.87%	13.34%	15.43%	16.80%
预付款项	28.74	28.74	28.74	28.74	净资产收益率 ROE	14.31%	21.48%	24.39%	25.97%
存货	943.75	1186.34	1457.90	1792.27	偿债能力 (%)				
其他流动资产	2118.94	2552.52	3041.50	3652.73	流动比率	2.14	2.33	2.57	2.82
流动资产合计	3748.62	4994.71	6643.12	8826.95	速动比率	1.58	1.76	1.99	2.24
长期股权投资	136.27	136.27	136.27	136.27	现金比率	0.37	0.57	0.82	1.07
固定资产	621.11	607.28	612.38	624.46	资产负债率	36.17%	35.71%	34.20%	32.43%
无形资产	272.41	240.31	208.21	176.11	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1203.79	1117.40	1022.67	923.79	总资产周转率	1.17	1.22	1.22	1.21
资产合计	4952.41	6112.11	7665.80	9750.74	每股指标 (元)				
短期借款	21.02	21.02	21.02	21.02	每股收益	1.37	2.54	3.68	5.09
应付账款及票据	1068.31	1342.92	1650.33	2028.83	每股净资产	9.55	11.81	15.08	19.61
其他流动负债	665.69	782.57	913.67	1075.76	每股经营现金流	1.92	2.33	3.39	4.61
流动负债合计	1755.02	2146.51	2585.02	3125.61	每股股利	0.30	0.28	0.40	0.56
长期借款	2.40	2.40	2.40	2.40	估值分析				
其他长期负债	33.94	33.94	33.94	33.94	PE	105.12	56.63	39.05	28.20
非流动负债合计	36.34	36.34	36.34	36.34	PB	3.19	12.20	9.55	7.34
负债合计	1791.36	2182.84	2621.35	3161.94					
股本	321.54	321.54	321.54	321.54					
少数股东权益	90.55	133.47	195.72	281.93					
股东权益合计	3161.05	3929.27	5044.44	6588.80					
负债和股东权益合计	4952.41	6112.11	7665.80	9750.74					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁暘：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。