



德邦证券
Topsperity Securities

坚若钻石，朗如日月

——坚朗五金(002791.SZ)深度报告

证券分析师

姓名：花小伟

资格编号：S0120521020001

邮箱：huaxw@tebon.com.cn

研究助理

姓名：毕先磊

邮箱：bixl@tebon.com.cn

2021年4月2日

证券研究报告 | 首次覆盖



- **坚朗五金：建筑五金集成供应龙头。** 2020年实现营业收入67.37亿元，同比增长28.20%，实现归母净利润8.15亿元，同比增长85.61%，增长势头强劲。
- **研发为矛，渠道为盾，品类扩张为锤，高筑公司核心壁垒。**（1）研发优势：公司研发投入常年位列行业前三，2019年为2.53亿元，占总营收比重为4.82%，同时发明专利数量和专利总量均处于领先地位。（2）渠道优势：线下渠道，销售联络点持续增加，挖掘客户增量，线上打造平台“坚朗云采”，持续提升客户体验，从2B业务拓展到2C业务，巩固供应优势。（3）服务优势：拥有完善的全球销售服务网络，优质的售前售中售后服务，完善的物流服务体系，（4）信息化建设：各主流业务系统均采用ORACLE提供的系统平台，打通端到端业务链条，打造高效规范的管理体系，解决五金行业SKU众多的痛点。（5）品类扩张：品牌涉及家居建材的方方面面，品牌矩阵丰富且完备，各品类快速增长，品类拓展成效显著。
- **市场广阔，格局分散，集中化大势所趋。** 国内五金行业拥有千亿级市场，地产龙头集中、集采趋势、原材料成本等因素推动加速中小企业产能出清，竞争格局不断优化。同时门窗五金、幕墙朝着中高端方向演进，提升五金单价，带动行业扩容。
- **他山之石：从海外龙头成长路径，看坚朗五金发展逻辑。** 海外五金龙头伍尔特、亚萨合莱通过品类扩张、外延并购策略做大规模，通过销售服务提升人均创收，通过研发保障长期竞争力，坚朗五金有望复制海外龙头成长路径，成长空间广阔。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司2021~2022年营业总收入分别为89.42、114.16亿元，同比增长32.74%、27.66%，2021~2022年归母净利润分别为11.02、14.34亿元，同比增长35.18%、30.13%，对应21年、22年PE为50.91X、39.12X。考虑到公司扩品类将带来业绩的快速增长，公司销售服务、研发护城河深厚，长期看公司高速的增长速度有望延续，看好公司长期发展，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**房地产调控大幅超预期；新冠疫情反复；新品开拓不及预期；建筑业波动风险；应收账款高企风险。



- **驱动因素**：（1）兼具存量和增量需求，市场空间广阔。城镇化进程持续，叠加竣工集中交付周期以及旧房更新带来的存量需求崛起，五金市场需求广阔。（2）市场集中度低，行业整合确定性凸显。五金属轻资产行业，集中度低，在消费升级和集采、精装趋势下，市场份额将向龙头集中，坚朗占据先发优势。（3）品类扩张：公司产品矩阵丰富，有望复制海外五金龙头成长路径，多产品齐发力，业绩空间广阔。
- **关键假设**：公司品类扩张顺利；地产竣工数据回补趋势良好；公司市占率不断提高。
- **与市场不同的观点**：市场观点普遍关注行业回暖带来的公司 β 机会，低估公司品类扩张带来的 α 成长。我们认为公司有望复制伍尔特、亚萨合莱的成长路径，在大建材、大家居领域，不断扩展业务边际，带来公司多品牌、多品类、多产品的多维增长。
- **股价表现的催化因素**：地产数据超预期回暖；公司品类扩张顺利；公司业绩增长超出市场预期。
- **主要风险因素**：房地产调控大幅超预期；新冠疫情反复；新品开拓不及预期；建筑业波动风险。



1

坚朗五金：建筑五金集成供应龙头

2

研发为矛，渠道为盾，品类为锤，高筑核心壁垒

3

五金行业：市场广阔，格局分散，集中化大势所趋

4

他山之石：从海外龙头成长路径，看坚朗五金发展逻辑

5

盈利预测与投资建议

目录

• CONTENTS



德邦证券
Topsperity Securities

PART01

坚朗五金： 建筑五金集成供应龙头

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

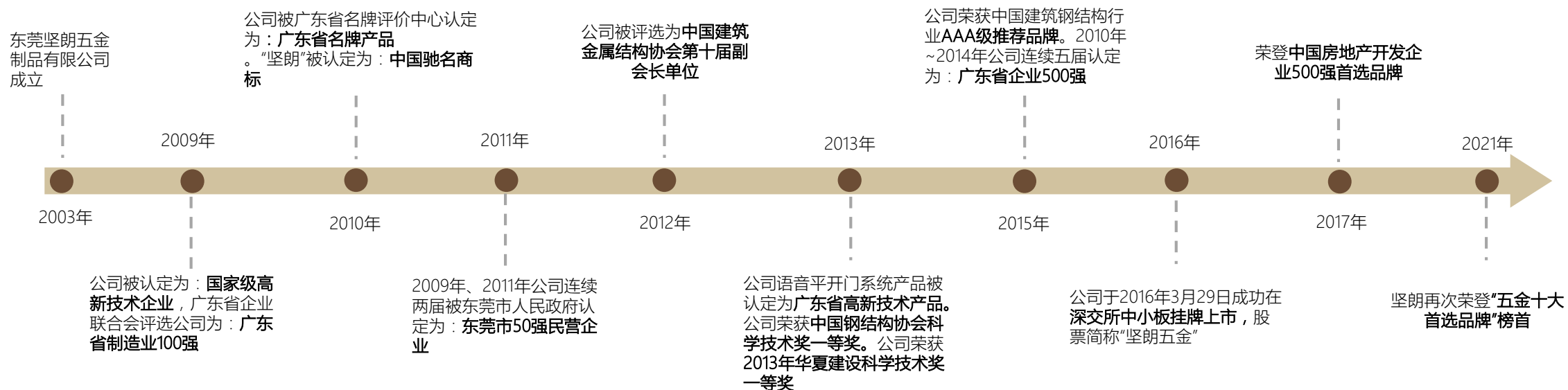
坚朗五金：建筑五金集成供应龙头



德邦证券
Topsperity Securities

坚朗五金：建筑五金集成供应龙头。2003年6月26日，东莞坚朗五金制品有限公司成立；2009年，国家级高新技术企业；2012年，公司被评选为中国建筑金属结构协会第十届副会长单位；2014年，荣获中国建筑钢结构行业AAA级推荐品牌；2016年，公司于2016年3月29日成功在深交所中小板挂牌上市，股票简称“坚朗五金”；2021年，坚朗再次荣登“五金十大首选品牌”。生产环节上，凭借多年业内深耕的经验，搭建了成熟的生产、质检体系，保证产品质量过硬；服务环节上，更是深入施工现场，为客户提供一对一服务、点对点跟进，陪伴项目共同成长。坚朗多年来深受国内外客户的信任，曾参与国家体育场（鸟巢）、国家会议中心、国家大剧院、上海中心大厦、上海世博中心、阿联酋哈利法塔、迪拜购物中心、新加坡金沙娱乐城等国内外知名项目。

图表：坚朗五金发展历程



资料来源：公司官网，德邦证券研究所

产品矩阵：建筑五金为主，持续开拓大家居、大建材板块

公司目前产品主要以建筑五金为主，并持续开拓智能家居业务，目前已形成了建筑五金和非建筑五金两大业务板块协同发展的格局。

建筑五金方面：以门窗五金为主，涵盖建筑五金各个维度。公司主要发力门窗五金产品，2019年实现建筑五金类产品收入46.6亿元，同比增长33.64%，占总营收比重为88.68%。

非建筑五金方面：顺应潮流，智能家居产品蓬勃发展。公司在巩固建筑五金市场领先地位的同时，顺应智能家居时代潮流，逐步涉足智能家居业务。利用销售渠道共享、品牌带动深入智能家居市场，其旗下“海贝斯”秉持产品质量零缺陷、零投诉，使客户满意的原则，已成为智能锁知名品牌。公司2019年实现家居类产品收入5.61亿元，占总营收10.68%，预计未来随着智能家居市场的持续扩容，公司家居类业务将成为公司营收增长点。

图表：公司产品矩阵

品类	主要产品	应用场景		营收占比
门窗五金系统	U槽门窗转角器、执手；铝门窗传动杆等	各类建筑门窗		59.7%
家居类产品	智能锁、可视对讲、智能窗控、新风等	住宅		10.7%
点支承玻璃幕墙构配件	驳接头、驳接爪、槽式预埋件等	体育馆、会展中心、商场、机场等大型玻璃结构建筑		10.7%
门控五金系统	地弹簧、闭门器、推杠锁、电子锁、读卡器、驳接件等	商场、酒店、办公楼等人员出入品牌的公共场所		6.5%
不锈钢护栏构配件	不锈钢立柱、隔断不锈钢制成件、不锈钢扶手配件等	商业及公共建筑或高档住宅		3.8%
其他建筑五金	卫浴挂件、地漏、卫生间隔断配件等	各类建筑		8.5%

资料来源：公司公告，德邦证券研究所

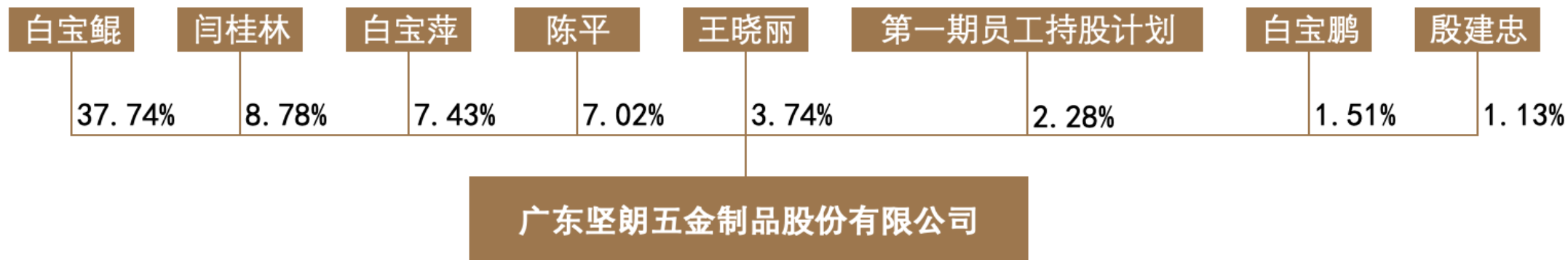
股权结构：股权结构稳定，管理层行业经验丰富



股东控股稳定，管理层行业经验丰富。公司实际控制人为白宝鲲，其通过直接及间接方式持有公司37.74%的股份；公司前十大股东中有7位是自然人股东，其中大部分均自公司成立伊始便于公司任职。在与公司共同发展的过程中，公司高管积累了丰富的行业经验，形成了敏锐的行业洞察力。

其中公司实控人白宝鲲更是建筑五金领军人物，参与多项标准制定，具备极为丰富的行业经验，其看到了中国中高端建筑五金市场的发展空间，突破OEM贴牌生产模式，确立研发与渠道的两大发展口，从而奠定了公司高速发展的基础，走出独特的创新发展道路。

图表：公司股权结构集中，管理层稳定



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

业绩：营业总收入增长稳定，净利润拐点势头强劲

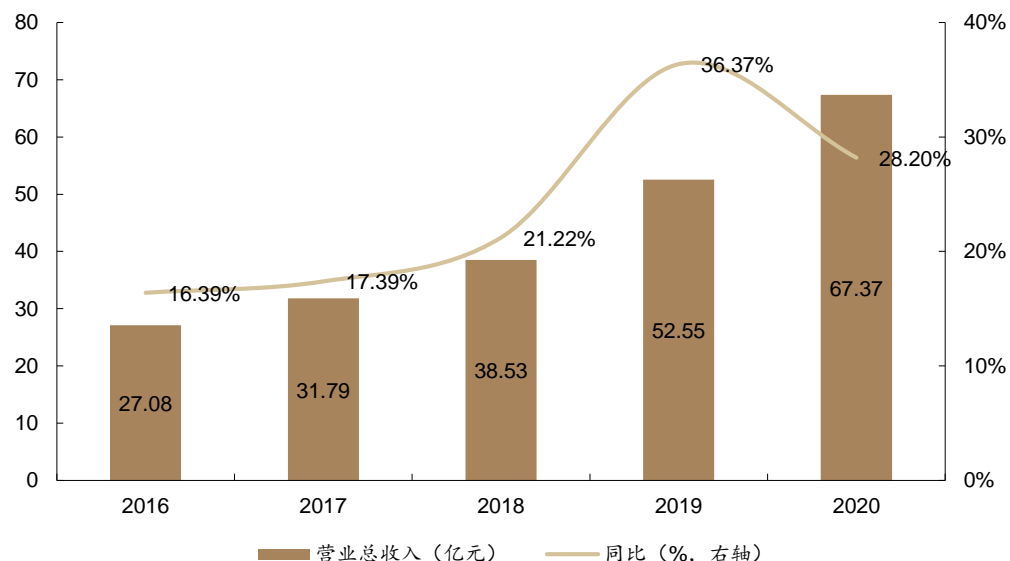


德邦证券
Topsperity Securities

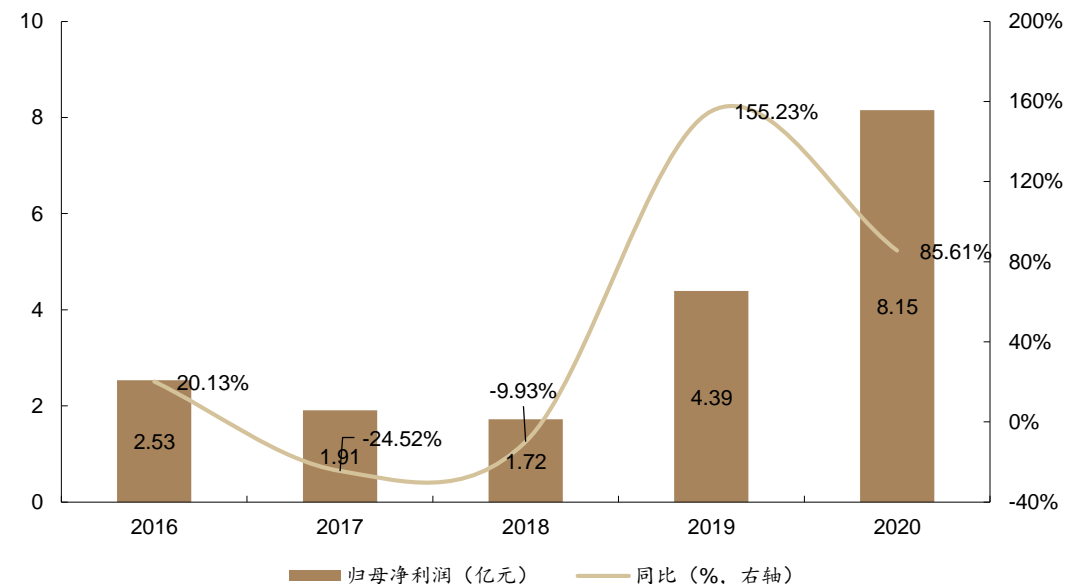
公司营业收入增长稳定，20年疫情影响下仍保持高速增长。2016年至2020年，公司营业收入从27.08亿元增长至67.37亿元，复合增长率为25.59%，保持高速增长的态势。在疫情影响下，公司业绩仍表现出色，2020年实现营业收入67.37亿元，同比增长28.20%。

18年后公司盈利拐点出现，连续两年保持超高速增长。2016年至2020年，公司归母净利润从2.53亿元增长至8.15亿元，复合增长率达33.96%。近两年，公司盈利拐点明显，2019年、2020年公司归母净利润分别同比增长155.23%、85.61%，增长势头强劲。

图表：公司营业总收入保持高速增长



图表：公司归母净利润近两年增长势头强劲

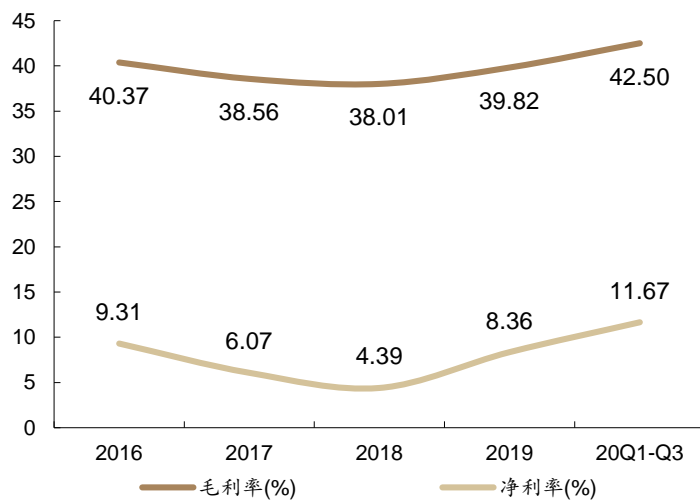


资料来源：Wind，德邦证券研究所

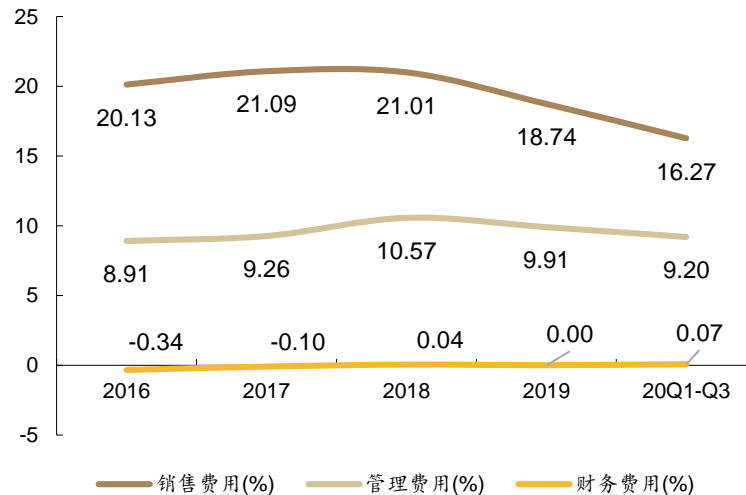
盈利：费用管控良好，盈利能力回升

净利率、毛利率回升，且差距收窄。公司主营门窗五金业务主打高端市场，依据原材料成本加成定价，受原材料价格不利波动影响较小，同时公司坚持产品+服务供应模式，具备较强的市场议价能力，因此毛利率较高且变动幅度不大，维持在40%左右。近年受低毛利率的新品类投放所致，综合毛利率略有下滑。2019年开始，在公司门窗五金毛利率增长推动下，公司总体毛利率持续抬升，2020年Q1-Q3，公司毛利率为42.50%，处于业内领先水平。在前期渠道建设投入的驱动下，公司营收持续增长显著，摊薄销售费用，净利率和毛利率持续收窄，扩品类、耕渠道成效凸显。ROE拐点向上，未来将延续提升趋势。从ROE来看，自2012年以来，公司ROE持续下降，2018年降幅收窄，2019年ROE迎来拐点，反降为升，依据杜邦分析对其进行拆分，主要系公司前期渠道建设投入带来回报，一方面存货、应收账款等资产周转率显著上升改善经营效率，一方面受益规模效应红利，营收快速增长摊薄经营成本，抬升净利率。预计未来公司未来ROE仍具备增长空间。

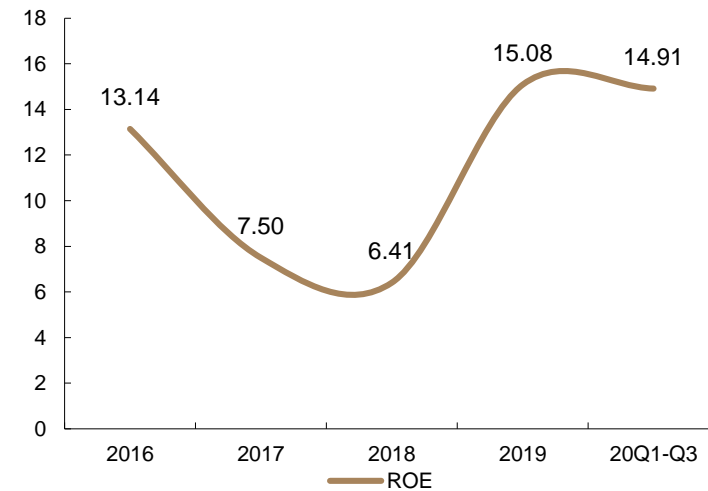
图表：毛、净利率回升，差额收窄



图表：销售费用率下降



图表：公司近两年ROE逐步回升



资料来源：Wind，德邦证券研究所

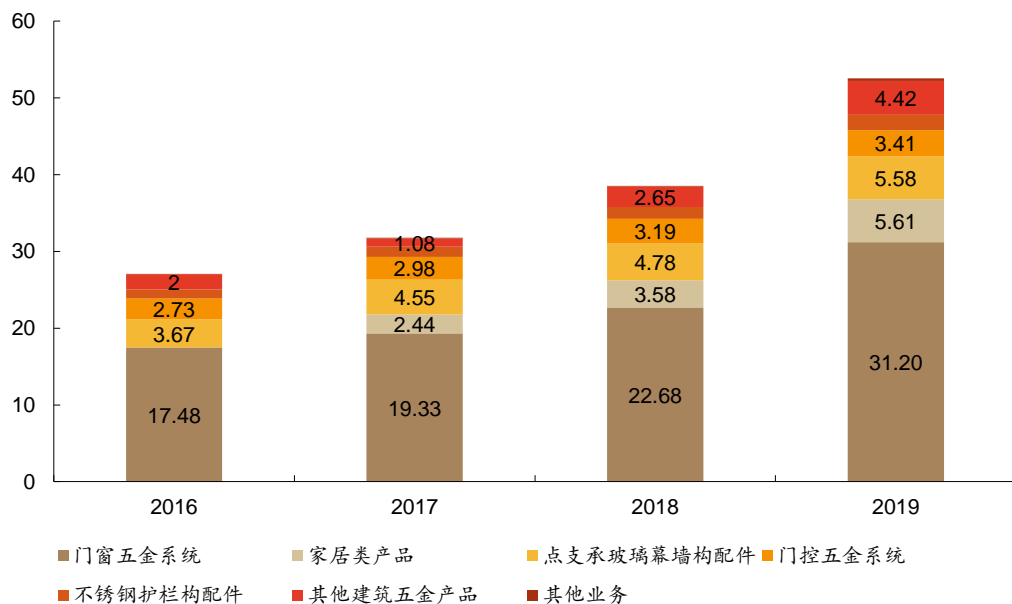
产品：门窗五金是主要产品，家居类产品增长迅速



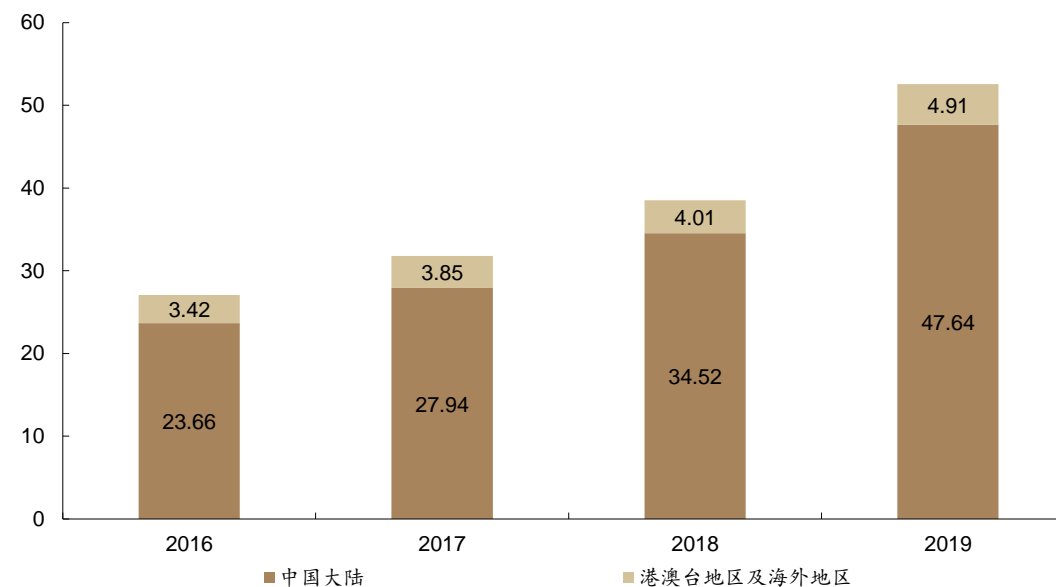
德邦证券
Topsperity Securities

门窗五金是主要产品，家居类产品增长迅速。从公司产品结构看，2019年公司门窗五金系统、家居类产品、点支承玻璃幕墙构配件、门控五金系统、不锈钢护栏构配件、其他建筑五金产品分别实现营业收入31.20、5.61、5.58、3.41、1.99、4.42亿元，其中家居类产品增长迅速，近两年增速均在45%以上。从公司区域结构看，公司主要业务集中在国内，2019年在中国大陆实现营业收入47.64亿元，增长迅速，港澳台及海外地区实现营业收入4.91亿元，有较大的增长空间。

图表：公司分产品营业收入（亿元）



图表：分地区营业收入（亿元）



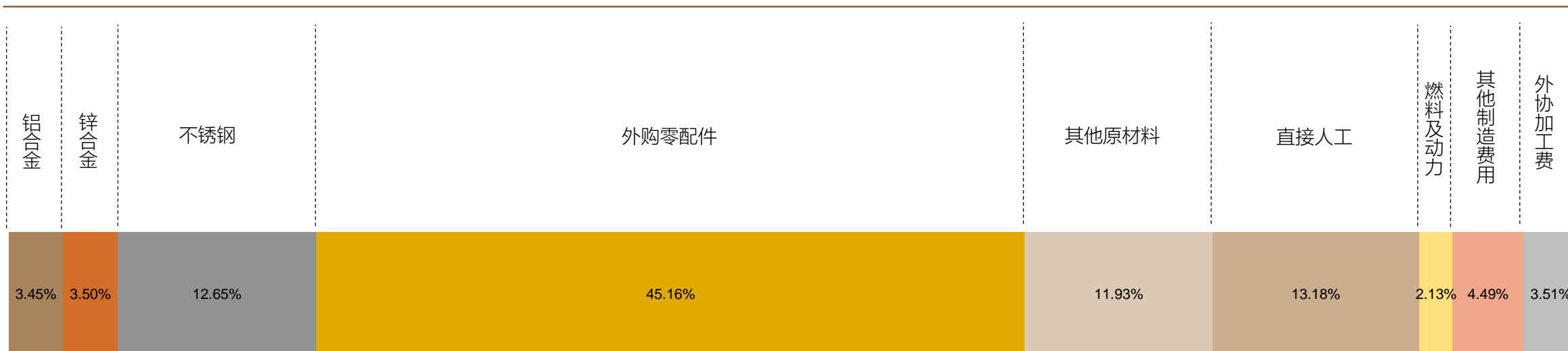
资料来源：Wind，德邦证券研究所

成本：原材料成本占比超过七成，外购零配件占比高



原材料成本占比超七成，外购零配件占比高。从公司成本构成上看，原材料成本占比达77%，其中铝合金、锌合金、不锈钢、外购零配件、其他原材料占比分别为3.45%、3.50%、12.65%、45.16%、11.93%；直接人工成本、燃料及动力、其他制造费用、外协加工费成本占比分别为13.18%、2.13%、4.49%、3.51%。公司产品品种较多，且由大量配件组合而成，所需配件种类相对较多。对于部分相对标准化、工艺成熟且市场供应充足的零配件，公司主要通过直接向拥有相应生产能力的专业化生产厂家采购取得。公司生产成本中外购零配件占比较高导致了不锈钢、锌合金及铝合金等主要原材料占比相对较低。

图表：公司成本分析



资料来源：公司公告，德邦证券研究所



德邦证券
Topsperity Securities

PART02

**研发为矛，渠道为盾，品
类为锤，高筑核心壁垒**

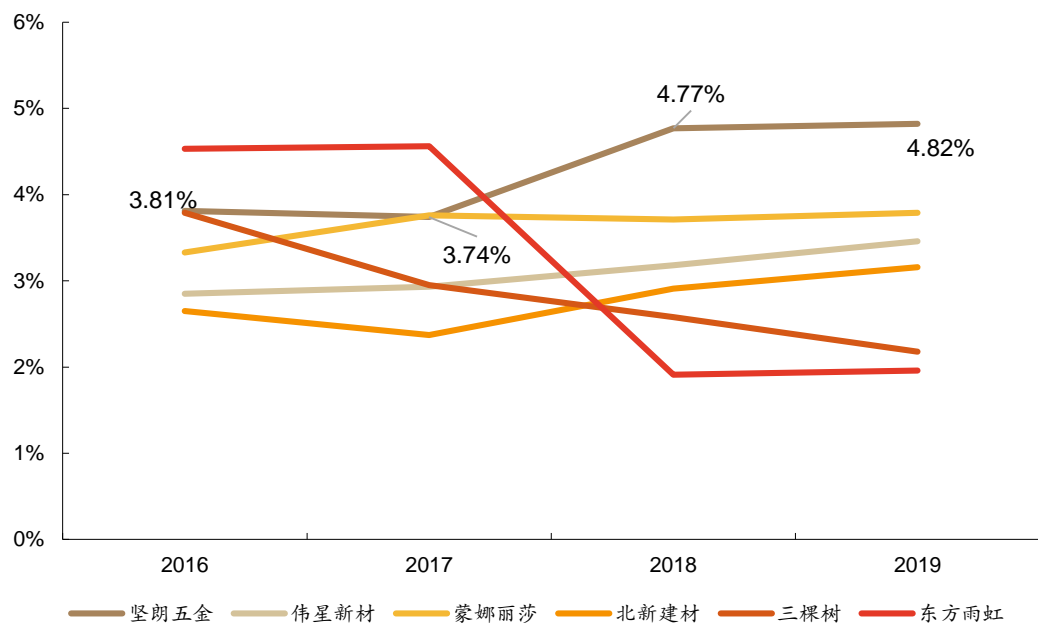
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

研发：坚定研发投入，构建长期护城河

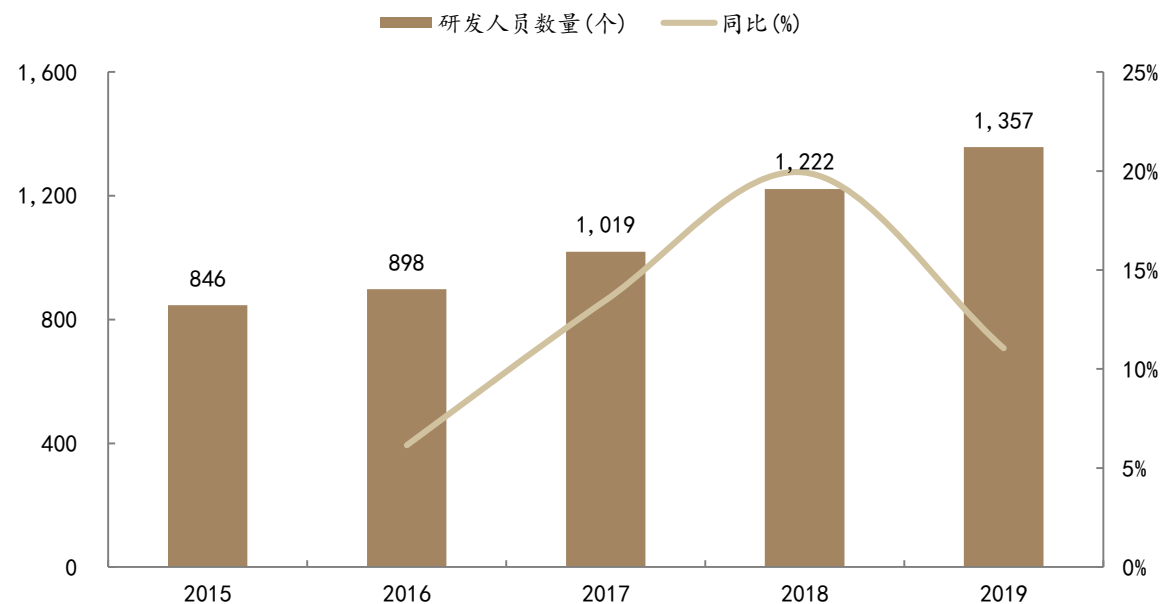


公司坚定研发，奠定产品竞争力。公司持续加大研发投入，以门窗幕墙五金为核心，实现多品类产品协同发展，提升公司产品的核心竞争力。公司研发投入常年位列行业前三，2019年为2.53亿元，占总营收比重为4.82%。2019年获得新增专利80余项，其中发明专利14项，累计获得专利700余项，发明专利数量和专利总量在行业内均处于领先地位。

图表：公司研发投入位列行业前列



图表：2019年坚朗五金专利数量多达700余个



资料来源：Wind，德邦证券研究所

渠道：深耕渠道，成就直销之王

中国建筑工程普遍分布广，需求离散，行业高度依赖渠道管理。五金销售传统渠道主要为经销和直销，线上渠道正在兴起。基于建筑五金市场分散的行业特点，渠道建设至关重要。经销和直销是五金行业主要的两种渠道销售方式，而线上渠道作为一种新兴的渠道模式愈发被广泛接受。

深耕直销渠道，发力B端市场。公司定位中高端五金市场，在下游客户商集中度日益提升，集采、精装趋势不改的大背景下，深耕直销渠道，专注B端市场，历经多年发展，目前其客户涵盖地产、幕墙、门窗等行业，尽享品牌结构上移的产业链红利。此外公司在线上开设店铺，将部分适合线上销售，偏向零售属性的产品放在线上销售，作为补充。

图表：三种渠道模式对比

模式	渠道	优势	劣势	适用对象
直销	自建销售渠道	主动贴近市场需求，把握市场动态，提供更为专业的技术服务和高效的供应链管理，有利于客户关系的维护。	渠道建设成本较高，企业管理难度较大。	大型企业
经销	通过原始的五金一条街、接头的五金商店、专业化的五金市场、五金连锁经营超市、代理商等渠道	短时间内提高产品的铺货率和市场覆盖面，快速抢占市场	不利于保持长期稳定客户关系，容易出现产品设计选用错误而带来的工程问题。	中小型
线上	电商	突破了传统的时间和地域限制，有助于降低成本，提升五金企业利润空间。	门槛低，不利于维持长期的客户关系	都适用

资料来源：公司官网，公司公告，德邦证券研究所

渠道：深耕渠道，成就直销之王

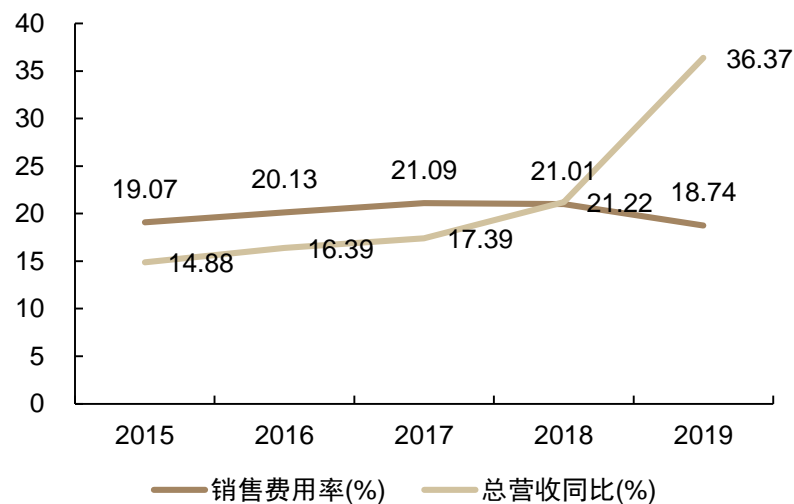
销售联络点持续增加，挖掘客户增量。截至2019年公司已拥有500多个销售联络点，覆盖全国重要地级（县级）城市和境外重点销售区域。营销联络点的拓展，提高了公司产品的市场渗透力，保障了公司供应效率，增强了公司的发展后劲。未来公司将紧跟国内外城镇化发展趋势，进一步完善公司营销网络，逐步下沉至二三线城市，挖掘客户增量。

渠道投入初见成效，规模效应凸显红利。目前公司已初步搭建销售网点框架，度过大规模销售网点建设阶段，规模效应逐渐显现。从销售费用率和总营收同比增长率来看，2019年公司渠道建设投入初显成效，销售费用率迎来拐点，为18.74%，下降2.27pct，而总营收同比实现36.37%的增长；总营收的大幅提升收窄净利率、毛利率，规模效应红利凸显。

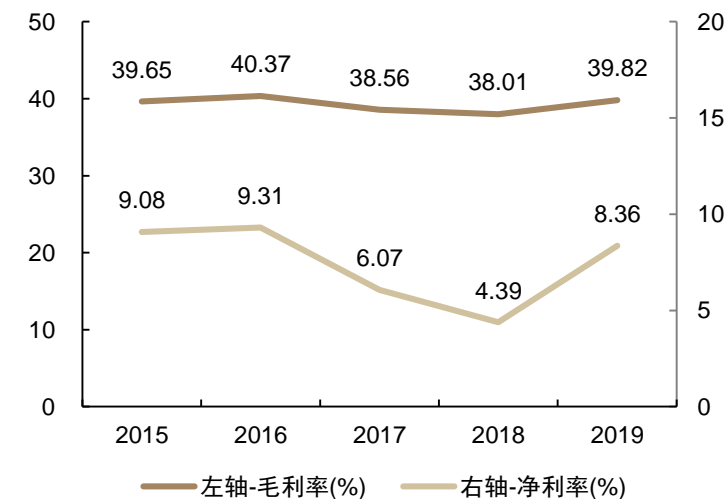
图表：坚朗五金国内销售渠道网络



图表：渠道建设初显成效



图表：净利、毛利率收窄，规模效应红利凸显



资料来源：公司官网，公司公告，德邦证券研究所

服务：全程式服务延伸，完善的物流服务体系



德邦证券
Topsperity Securities

公司将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。根据不同产品特点扩大自建安装团队，拓宽服务范围，满足客户的安装需求。使用线上售后安装信息化管理系统，设置400电话服务平台，实现售后的快速响应，进一步加强与终端客户的联系沟通，提升响应速度和客户满意度，为智能锁和智能家居产品的增长提供良好的售后保证。

坚朗的工作重点不只是在工厂，全程式的服务将会延伸到施工现场，伴随每个项目成长，“一对一，点对点跟进”。对品质的追求永无止境。“机械化、自动化、未来智能制造，人会越来越轻松，做的产品越来越精细，用的地方越来越广”。

公司拥有集仓储、物流、计划于一体的仓储物流中心。截止目前在全国各省会及直辖市建立了三十多个备货仓，丰富的库存储备，快速的业务效率，大大缩短了订单的供应链条长度。为进一步提高客户满意度，坚朗五金于2016年全面启动物流配送服务项目，让客户享受更高效的供货反应速度和优质的物流配送服务业务。

图表：完善的全球销售服务网络，优质的售前售中售后服务



图表：完善的物流服务体系，专业化仓储物流团队



资料来源：公司官网，德邦证券研究所

坚朗云采：聚沙成塔，从2B延伸到2C，巩固供应优势

打造线上平台“坚朗云采”，提升客户体验。为了适应时代发展的需求，公司专门打造线上服务平台“坚朗云采”，积极探索“线上下单、线下服务”的新业务模式，以企业微信为移动平台，辅以公众号、小程序、呼叫中心等载体，快速复制并对客户进行推广，涵盖PC+移动的不同业务场景，以满足不同客户的下单需要，持续提升客户体验，从原来只做2B业务拓展到2C业务。

图表：坚朗云采官网示意图



图表：坚朗云采小程序示意图



资料来源：坚朗云采官网，坚朗云采小程序，德邦证券研究所

信息化：现代化管理体系优势，解决五金行业SKU多的痛点



德邦证券
Topsperity Securities

高效规范的现代化管理体系，解决五金行业SKU众多的痛点。建筑五金属于高度离散为主的制造业，具有产品应用面广、产品种类繁多、定制产品占比高、客户和订单相对分散等特点。公司以信息化的深度应用为基础，依靠柔性化的生产管理、专业稳定的管理团队、不断完善的管理流程，经过多年沉淀和积累，而形成的服务于B端客户的高效规范的现代化管理体系，已取得国内建筑五金企业中较领先的竞争优势。

重视信息化建设，实现完整交付链条管理。公司高度重视信息化建设，各主流业务系统均采用全球最大的系统集成化解决方案供应商ORACLE（甲骨文公司）提供的系统平台，涵盖并整合了供应链、客户关系、计划及生产制造、成本及财务管理各个方面，打通端到端之间的整个业务链条。为了提升配送效率，实现对客户的快速交货，公司规划并上线了仓储和物流运输管理系统，实现了完整的交付链条管理。

图表：五金产品SKU众多，品类丰富，信息化至关重要



资料来源：公司官网，德邦证券研究所

品类扩张：品牌矩阵丰富且完备，品类拓展成效显著

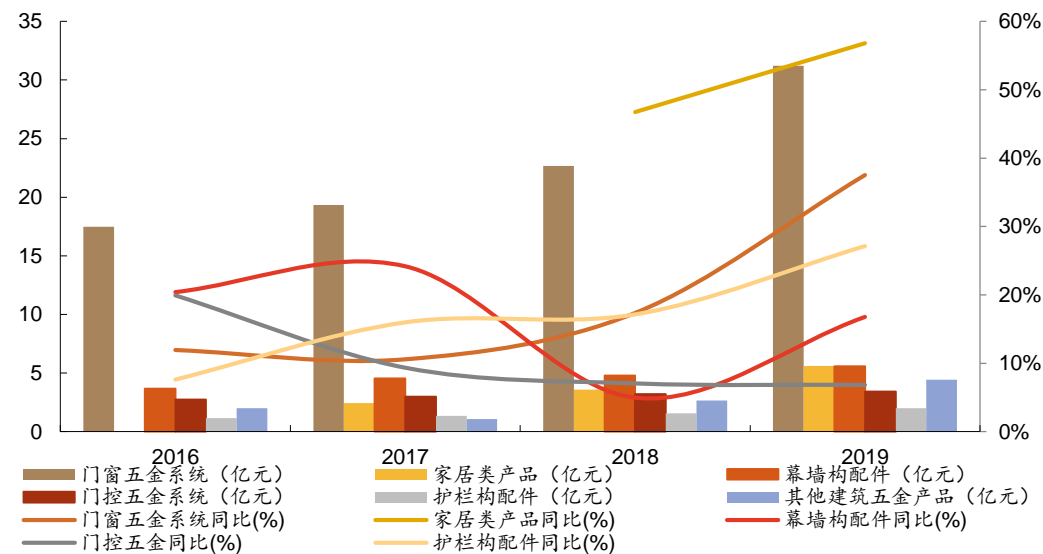
公司品牌矩阵丰富，大家居、大建材布局完善。经过多年品牌建设，本公司拥有的“坚朗”、“坚宜佳”、“海贝斯”、“新安东”、“GTI”(秦泰)等品牌已经成为建筑五金行业的著名品牌，在行业内赢得了较高的知名度和美誉度。公司品牌涉及领域包括五金、智能门锁、智能家居、防水材料、软装家居等家居建材的方方面面，品牌矩阵丰富且完备。

各品类快速增长，品类拓展成效显著。从各品类以及增长看，公司门窗五金系统业务、点支承玻璃幕墙构配件、门控五金系统、不锈钢护栏构配件、其他建筑五金产品2016-2019年复合增速分别为21.30%、14.99%、7.70%、20.06%、30.26%，家居类产品2017-2019年增速均在45%以上，多品类均保持快速增长状态。

图表：公司品牌矩阵丰富



图表：各品类均保持高速增长



资料来源：公司官网，Wind，德邦证券研究所



德邦证券
Topsperity Securities

PART03

五金行业： 市场广阔，格局分散， 集中化大势所趋

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

规模：国内五金行业拥有千亿级市场，且仍在快速成长中

门窗五金：市场空间约385亿元，中高端市场占比稳步提升。2020年我国房屋建筑竣工面积约38.50亿平米，需要门窗五金系统约6.42亿套，市场空间约385亿元(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)。

点支幕墙：市场规模约为500亿元，且仍在快速成长中。国内建筑幕墙行业近年来发展迅速，幕墙产值也从2005年的620亿元提升到2020年的5000亿元，年平均增长速度达到14.93%。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，以此计算，点支幕墙规模2020年的需求量约为500亿元。

智能门锁：市场规模已达322亿元，随着收入水平提高，占比将进一步提升。智能门锁由于其高端的产品特性，其与家庭的消费水平和居民收入水平息息相关，对于经济相对发达的华东、华南以及沿海地区对于产品的接受程度更高，市场消费较多。区域分布上，根据数据，2020年我国智能门锁销售集中于华东、华南区，分别占比41.7%和16.6%，2020年智能门锁市场规模已达322亿元，且仍在快速提升中。

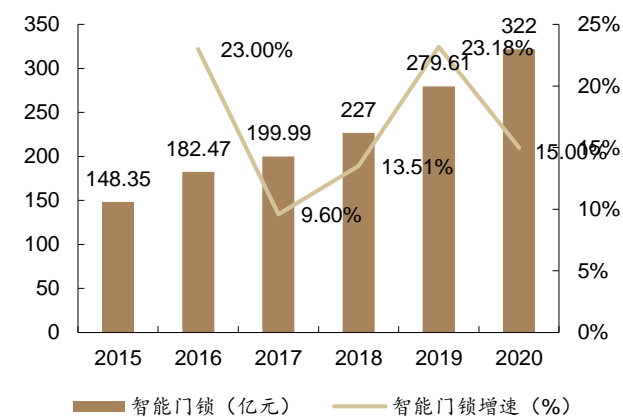
图表：门窗五金市场规模测算

	2016	2017	2018	2019	2020
房屋竣工面积 (亿平方米)	42.24	41.91	41.35	40.23	38.50
同比 (%)	0.37%	-0.78%	-1.34%	-2.71%	-4.30%
门窗面积 (亿平方米)	10.56	10.48	10.34	10.06	9.63
门窗套数 (亿套)	7.04	6.99	6.89	6.71	6.42
平均单价 (元)	50	53	55	58	60
市场规模 (亿元)	352.00	366.71	379.04	385.54	385.00
中高端市场占比	53%	56%	60%	64%	65%
中高端市场规模 (亿元)	185.08	206.83	227.80	245.97	250.25

图表：幕墙行业规模测算

	2016	2017	2018	2019	2020
幕墙工程总产值 (亿元)	3,500	3,700	4,107	4,559	5,000
同比 (%)	9%	6%	11%	11%	10%
点支幕墙规模 (亿元)	350	370	411	456	500

图表：智能门锁市场处于快速爆发期



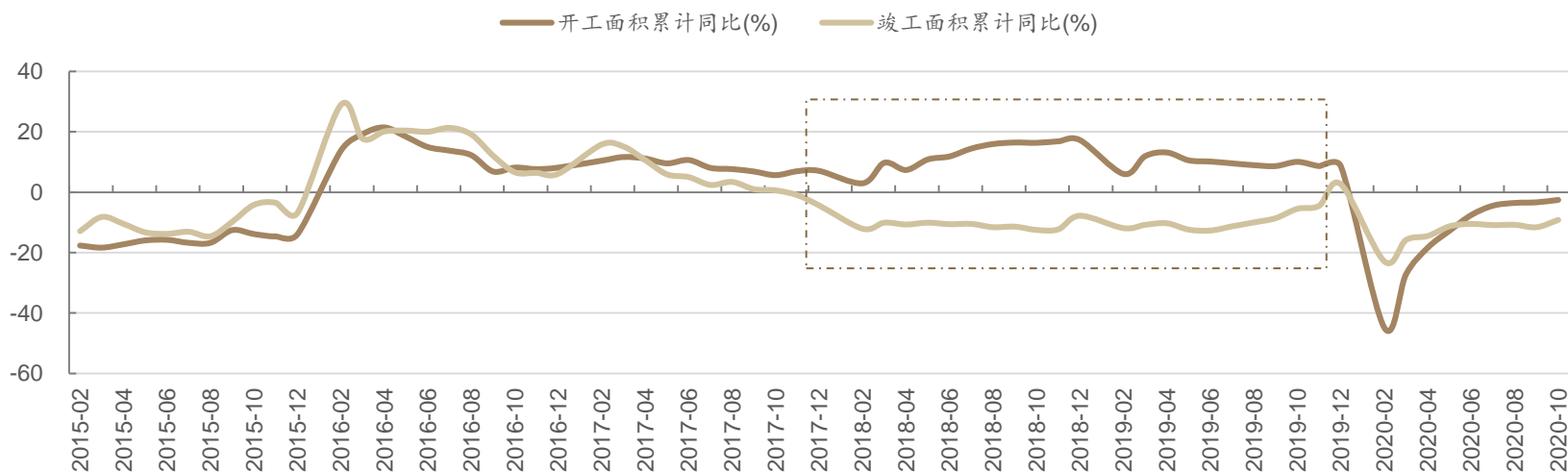
资料来源：中国建筑装饰行业协会，公司招股说明书，德邦证券研究所

需求：竣工迎趋势性修复，短期五金需求有望放量



竣工趋势性修复拐点显现，五金需求有望提振。2019年年末，竣工面积增速呈现修复拐点，2019年12月同比增长2.6%。2020年开年本应迎来竣工周期，竣工增速有望进一步提升，但在疫情冲击下新开工、竣工增速双双下滑，2020年2月分别录得新开工、竣工增速为-44.9%、-20.9%，此后依然呈现竣工回暖趋势。同时基于房企和购房者对竣工期限有购房合同硬性约束，新开工必定转向竣工的逻辑，我们预计竣工整体修复趋势不会改变。此外，结合历史竣工周期来看，房地产竣工增速从底部到峰值大约历史约11-14个月，如果将2020年2月作为竣工增速谷底，则预计2020年Q1将迎来竣工集中交付高峰，消费建材作为房地产下游，需求有望得到提振。

图表：新开工和竣工增速背离，形成剪刀差



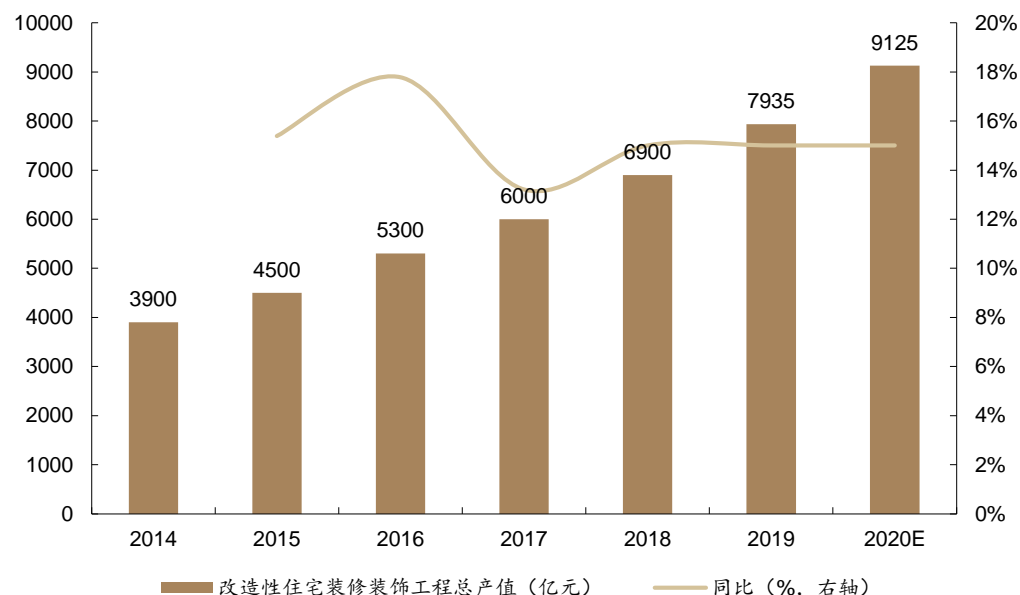
资料来源：Wind，德邦证券研究所

需求：二手改造需求提升，带动五金长期需求增长

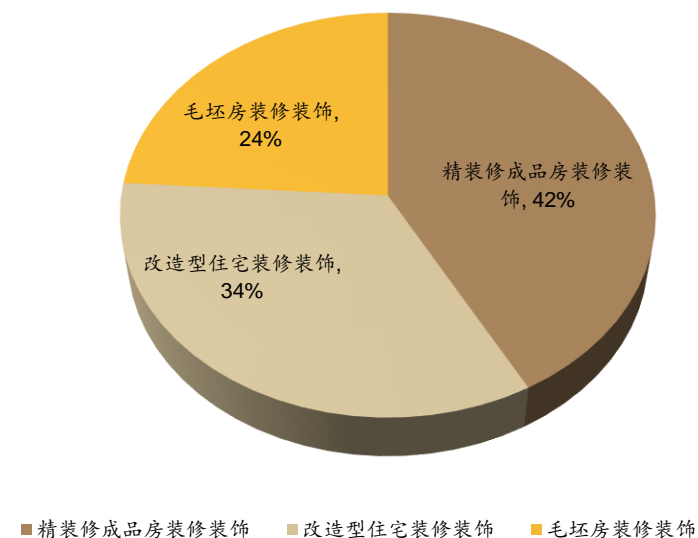


二手住宅改造需求稳定增长，增速保持在13%以上。全国改造性住宅装修装饰总产值稳步提升，从2014年的3900亿元，提升至2019年的7935亿元，年增长速度均保持在13%以上，2020年总产值有望达到9125亿元。从占比来看，2018年住宅装修装饰市场各类型装修占比来看，精装修成品房装修装饰占比为42%，改造性住宅装修装饰占比为34%，毛坯房装修装饰占比为24%，改造性装饰需求增长，将带动行业零售业务高增长。

图表：全国改造性住宅装修装饰总产值稳步提升



图表：2018年住宅装修装饰市场各类型装修占比



资料来源：中国建筑装饰行业协会，公司招股说明书，德邦证券研究所

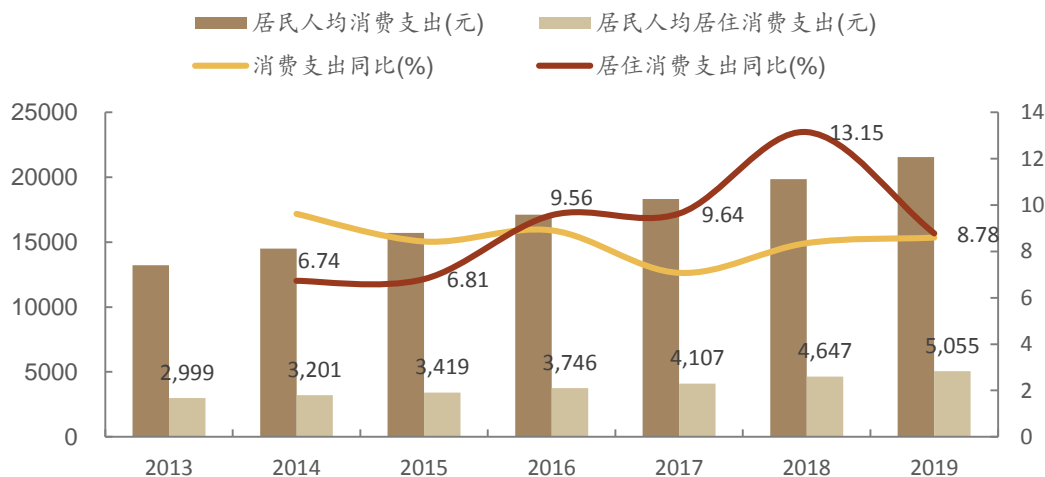
趋势：高端化——门窗五金、幕墙朝着中高端方向演进



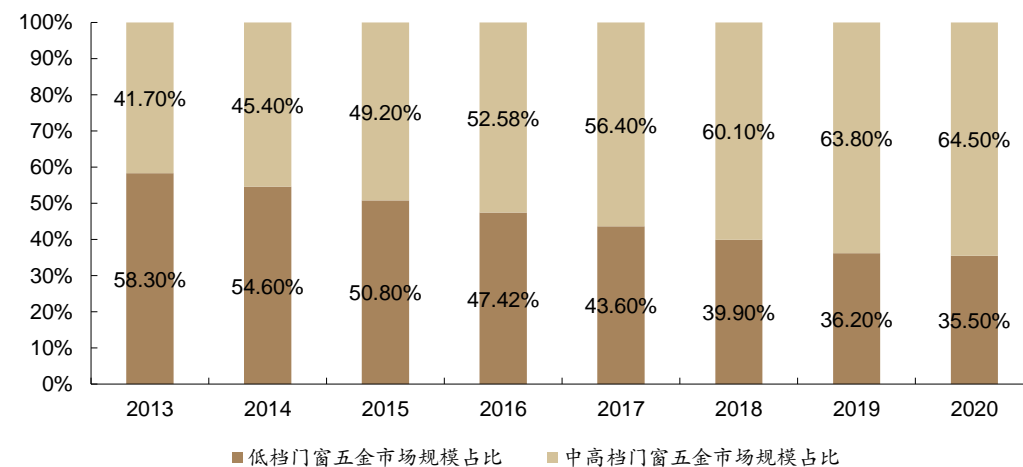
随着人们对能源环境及生活质量的不断追求，门窗五金伴随着建筑门窗逐步向中高端方向发展。随着生活水平的提升，人们对居住环境的要求日益提高，对建筑门窗的美学价值和内在的使用功能更为关注，如采光、通风、防风雨、换气、排烟、隔音、隔热、保温、防尘、防火、观景、装饰等。因此，中高端建筑门窗开始大量出现，如：隔热断桥铝门窗、实木复合门窗、铝木复合门窗等。传统低端门窗五金无法满足中高端门窗的设计需要，结合门窗整体性能进行系统化设计的中高端门窗五金得到快速发展。

大跨度、奇异性幕墙建筑的大量涌现，推动中高端点支承玻璃幕墙构配件的发展。伴随着玻璃、金属等材料科学和制造工艺的发展，以及人们对建筑物内外空间流通和融合的不断追求，点支承玻璃技术开始大量应用于现代建筑幕墙。我国已成为点支承玻璃幕墙的使用大国和技术强国，各种点支承玻璃幕墙形式在我国得到了广泛应用和发展。

图表：居民人均居住消费支出快速增长



图表：高端门窗五金占比不断提升



资料来源：国家统计局，公开资料整理，德邦证券研究所

趋势：集中化——房企集中度加速提升

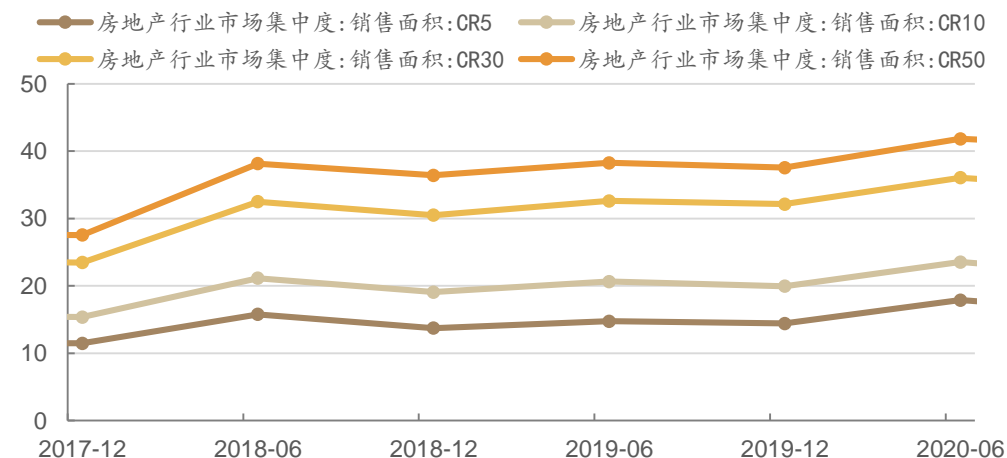
有息负债增速放缓，地产行业融资持续收紧。从2018年上半年整体去杠杆开始，房地产行业融资环境持续收紧。据测算，房地产行业有息负债总额增速自2018年以来持续放缓，2019年增长率下降至5.7%，已出现明显回落。在地产行业融资收紧的大环境下，从中长期来看有利于优质金融资源向头部房企倾斜，加速行业优胜劣汰和集中度提升。

“三道红线”加速房企集中。2020年8月“三道红线”政策出台，根据房地产企业是否触及红线以及触及个数对房地产企业进行分级。红线一：剔除预收款后的资产负债率不得超过70%；红线二：净负债率不得大于100%；红线三：现金短债比小于1.0倍。根据三道红线的不同触线情况，将试点房地产企业分为“红、橙、黄、绿”四档，分档设定有息负债规模增速阈值，每降低一档，上限增加5%。

图表：三道红线”政策一览

红线	规则	
红线一	剔除预收款后的资产负债率超过70%	
红线二	净负债率大于100%	
红线三	现金短债比小于1.0倍	
踩线情况	分档	有息负债增速阈值
三条全踩	红	0%
踩两条	橙	5%
踩一条	黄	10%
不踩线	绿	15%

图表：房地产行业市场集中度（%）



资料来源：Wind，住建部和央行重点房地产企业座谈会，德邦证券研究所

趋势：集中化——集采趋势不改，坚朗有先发优势



集采有利于降低采购成本，提高标准化，融资收紧趋势下，双驱动加速集采。据深圳家协住宅精装研究院院长关永康计算，在同样结算条件前提下，因采购量不同而产生的价格差异约在3%-5%之间。驱动一是融资约束加速地产集中趋势。因而相对中小房企而言，大房企采用集采模式的占比较高，随着市场份额向龙头房企的集中，预计集采模式将得到进一步推广。驱动二是中小房企对集采的需求上升。由于中小房企规模受限，单一企业进行集中采购显然不具备竞争力，近年来越来越多的中小型房企成立采购联盟，通过多企业联合进行集采。

五金格局固化，坚朗五金占据先发优势。从地产商500强首选建材供应商品牌排行榜来看，2016-2019年“500强房企首选供应商服务商品牌”排名前十五的五金品牌首选率合计分别为71%、73%、78%、83%，呈现逐年提升趋势，地产商对五金品牌的选择也越来越集中，坚朗五金占据先发优势，首选率连续四年排名稳居第一。

图表：2019年以来部分采购联盟

平台名称	政策名称
川企招采联盟	领地集团、邦泰集团、恒邦双林集团、兴露合能集团、佳乐集团、朗基集团、蓝光集团、蓝润集团、圣桦集团、正黄集团等
中城联盟	万科、建业、天泰等房企
新虹桥采购联盟	港龙集团、弘阳地产集团、新力地产集团、上海大发地产集团、三翼集团、领地集团等

图表：2016-2019年五金类地产商500强首选建材供应商品牌前十名

五金 排序	2016年		2017年		2018年		2019年	
	品牌名称	品牌首选率	品牌名称	品牌首选率	品牌名称	品牌首选率	品牌名称	品牌首选率
1	坚朗	14%	坚朗	17%	坚朗	18%	坚朗	19%
2	国强	12%	国强	12%	合和	14%	合和	15%
3	丝吉利娅	10%	春光五金	10%	兴三星	10%	兴三星	12%
4	诺托	9%	丝吉利娅	8%	国强	9%	国强	9%
5	春光五金	8%	诺托	8%	诺托	8%	丝吉利娅	8%
6	祥盛五金	6%	合和	7%	立兴杨氏	7%	立兴杨氏	8%
7	吉斯	5%	海福乐	5%	丝吉利娅	5%	诺托	6%
8	海福乐	4%	祥盛五金	3%	海福乐	4%	田边	3%
9	杨氏立兴	2%	立兴杨氏	2%	田边	2%	雄进	2%
10	合和	1%	田边	1%	祥盛五金	1%	格屋	1%
合计		71%		73%		78%		83%

资料来源：中国房地产业协会，中国房地产测评中心，德邦证券研究所

趋势：集中化——材料成本上涨加速行业洗牌

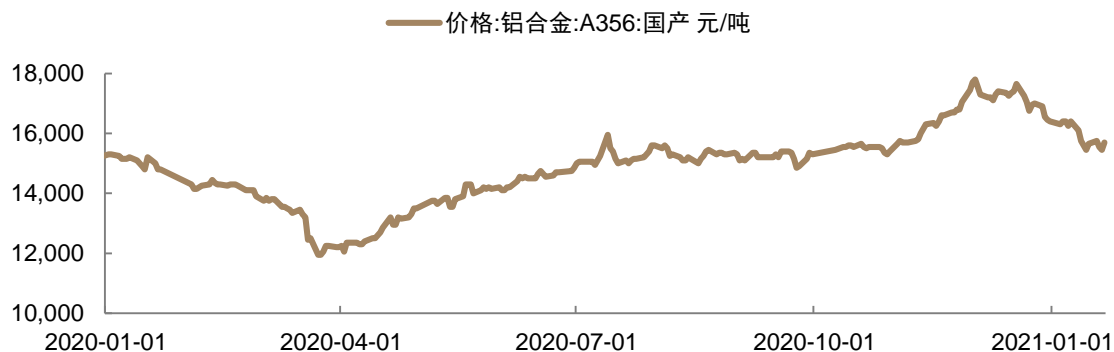


龙头企业：以坚朗五金为代表的龙头企业主要采取成本加成的报价方式，在材料成本的基础上加成一定百分比定价，同时按照订单安排原材料采购和产品生产，并且从确定订单到组织原材料采购的时间间隔较短，这使得公司能够将原材料价格波动的风险有效转嫁给下游采购商。

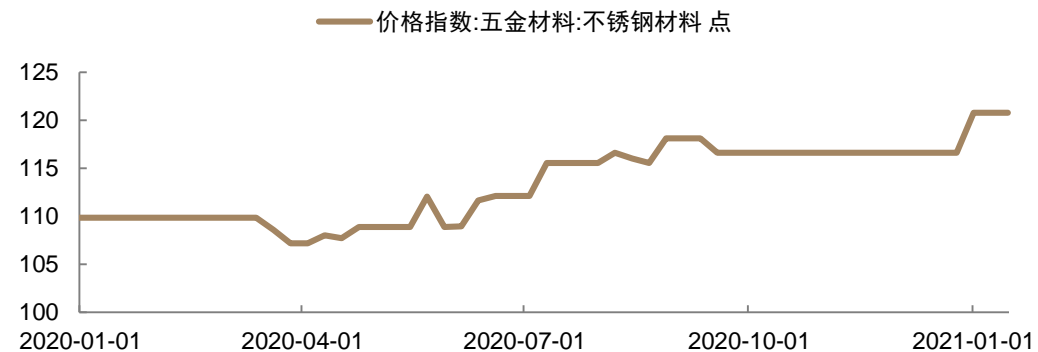
中小厂商：固定报价模式，经营风险大。中小型五金企业产品质量、对下游采购商议价能力较低，且缺乏品牌溢价，因此其通常采取制定较低的产品价格的方式来保持一定的市场占有率，遭受原材料价格不利波动的影响也被放大。

原材料价格上涨加速行业洗牌，市场集中度有望提升。基于中小五金企业和龙头企业定价方式的不同，原材料价格上涨对龙头企业影响较小，而对中小型企业将造成较大冲击。从原材料价格来看，铝合金价格在2020年3月达到低点，此后持续上涨；不锈钢材料价格指数一改2020年3-6月低位震荡形势，持续上涨后保持在高位116.62点；锌合金价格从2020年3月左右的最低点上涨至21000元/吨左右。原材料价格上涨，将压缩利润空间，淘汰部分不规范、工艺落后、成本控制能力较差的企业，加速行业洗牌，推动市场份额向龙头集中。

图表：2020年以来铝合金价格（元/吨）上涨



图表：不锈钢价格指数（点）保持在高位



资料来源：Wind，德邦证券研究所



德邦证券
Topsperity Securities

PART04

他山之石：从海外龙头成长 路径，看坚朗五金发展逻辑

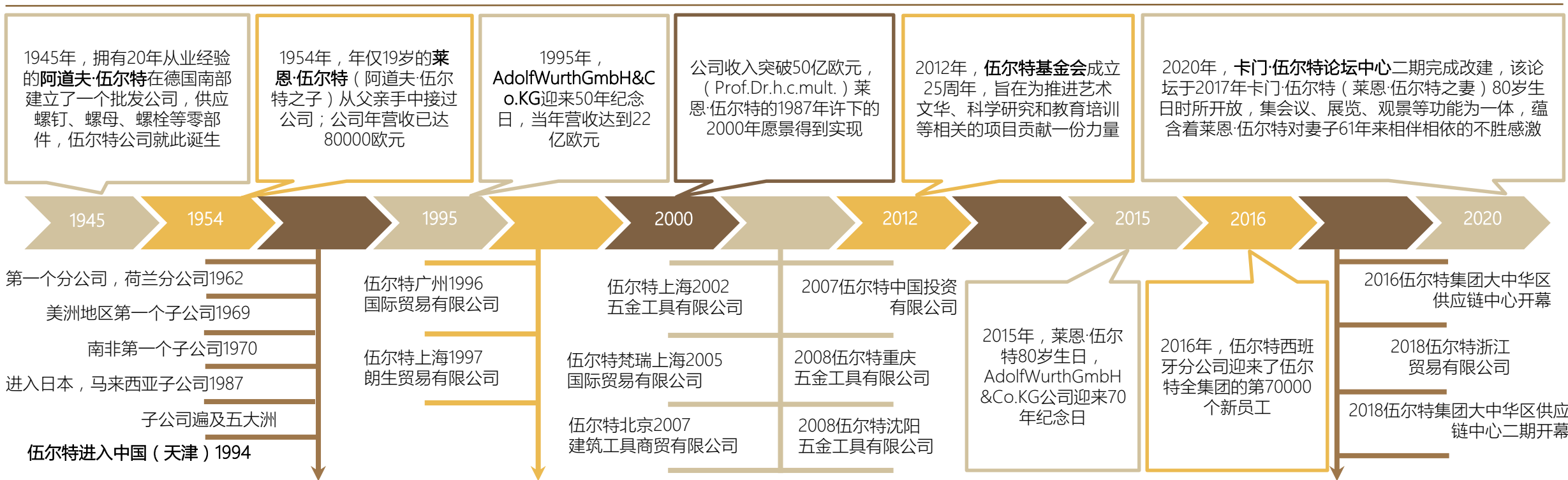
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

伍尔特：全球装配和紧固件业务集大成者



伍尔特集团是1945年在德国成立的家族企业，在创始人阿道夫·伍尔特（父）经营9年之后，由莱恩·伍尔特（子）所接管，发展至今，集团2020年销售额达到近144亿欧元，在全球装配和紧固件业务市场处于绝对的龙头地位。而在莱恩·伍尔特从父亲手中接过螺丝贸易企业阿道夫伍尔特有限公司（AdolfWurthGmbH&Co.KG）时，公司只有2名雇员，销售额仅8万欧元。1994年，伍尔特进入中国，在100多个城市铺开销售服务网络，并拥有1200多名员工。集团所生产的零部件种类繁多，广泛应用于汽车后市场、MRO、建筑、交通运输等各大领域，并提供相关的服务。

图：伍尔特（Würth）历史沿革

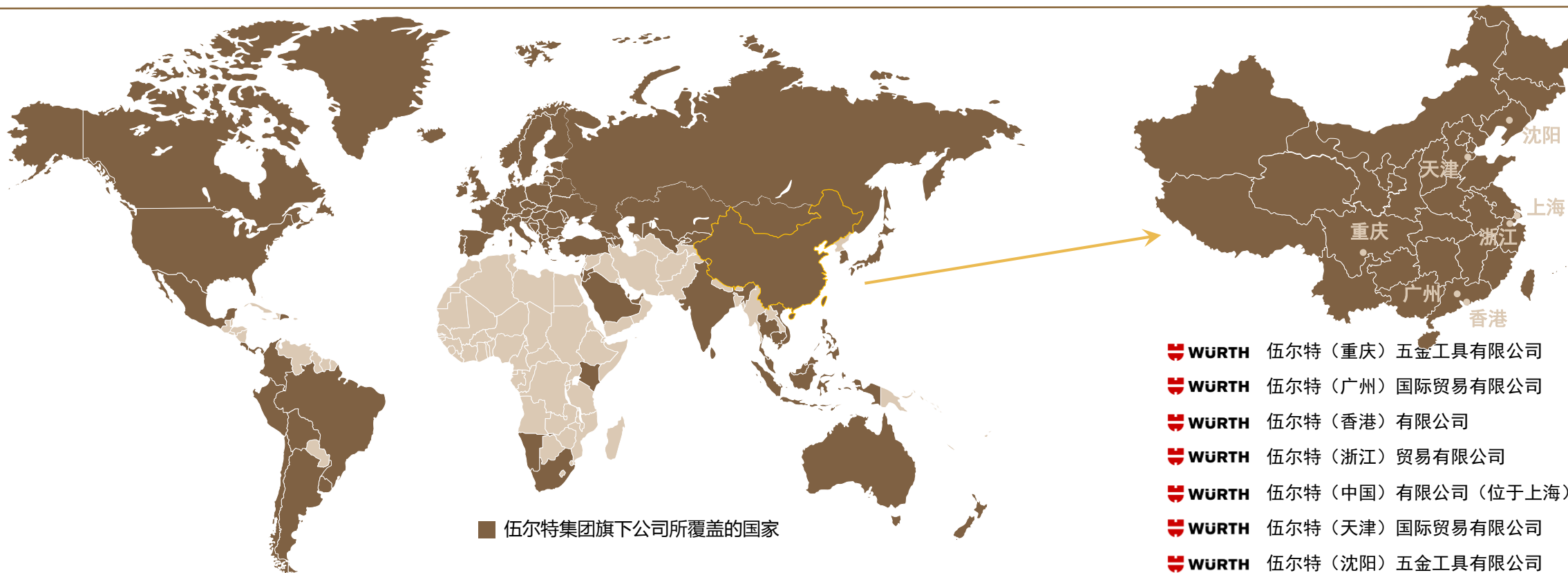


资料来源：伍尔特官网，伍尔特中国官网，德邦研究所

伍尔特：2020年销售额达144亿欧元，业务遍布全球

伍尔特集团已在全球80多个国家拥有超过400多家公司，员工数逾7.9万名，2020年集团销售额达到近144亿欧元。1994年，伍尔特进入中国，迄今共建立7家全资子公司，分别是伍尔特（中国）有限公司（位于上海）、伍尔特（天津）国际贸易有限公司、伍尔特（广州）国际贸易有限公司、伍尔特（重庆）五金工具有限公司、伍尔特（沈阳）五金工具有限公司、伍尔特（浙江）贸易有限公司、伍尔特（香港）有限公司。

图：伍尔特全球布局



资料来源：伍尔特官网，伍尔特中国官网，德邦研究所

伍尔特：业绩稳健增长，规模效应渐显

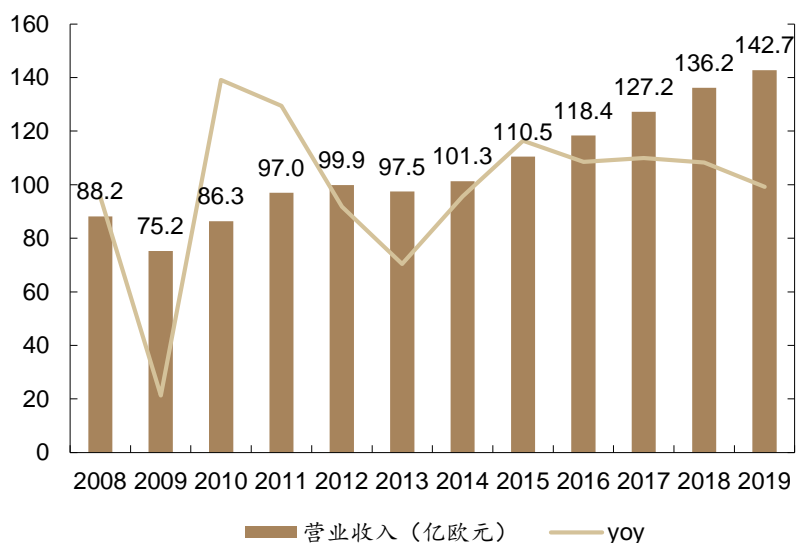


德邦证券
Topsperity Securities

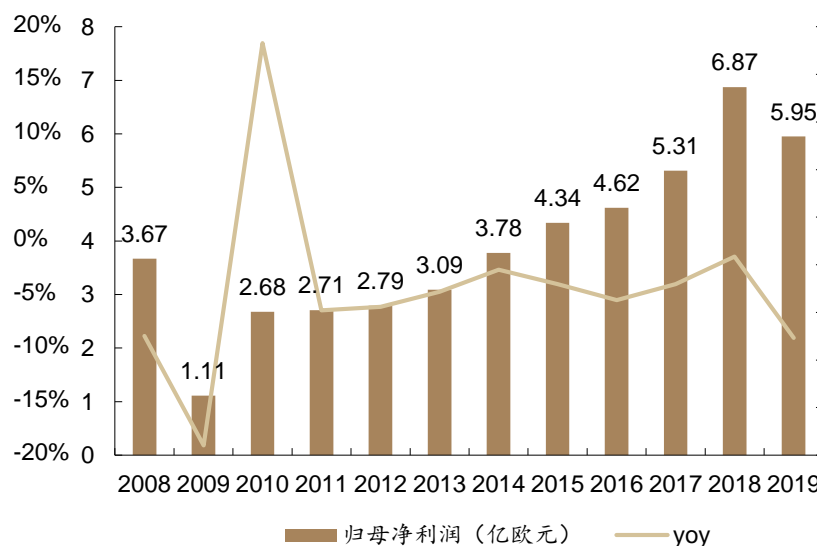
营业收入和净利润基本保持稳健增长。伍尔特集团营业收入从2008年84.9亿欧元增长至2019年142.7亿欧元，2014-2019期间五年CAGR达7.1%；归母净利润从2008年4.2亿欧元增长至2019年6.0亿欧元，2014-2019期间五年CAGR达9.5%，增速高于营业收入，经营情况良好。其中2019年公司净利润同比下降13.4%，原因之一是原材料涨价带来的成本上扬难以通过提价悉数转嫁给消费者，致使公司毛利端承压，对净利产生负面影响。2020年公司营业收入达144.1亿欧元，同比增长0.94%，考虑到疫情因素，业绩增长仍处于稳健态势。

毛利率微降，净利率呈现上升趋势，规模效应渐显。公司毛利率接近50%，近年来有小幅下降的趋势，净利率则由2014年3.73%上升至2018年5.04%，是净利润增速超过营收的原因所在。2019年毛利率承压继续下行，阻断了净利率的上升路径。

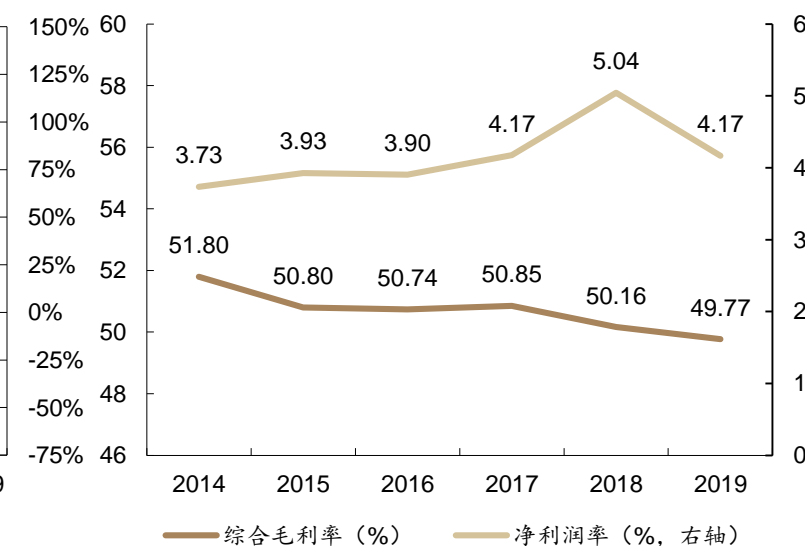
图：伍尔特营收及增速



图：伍尔特净利润及增速



图：伍尔特毛利率和净利率



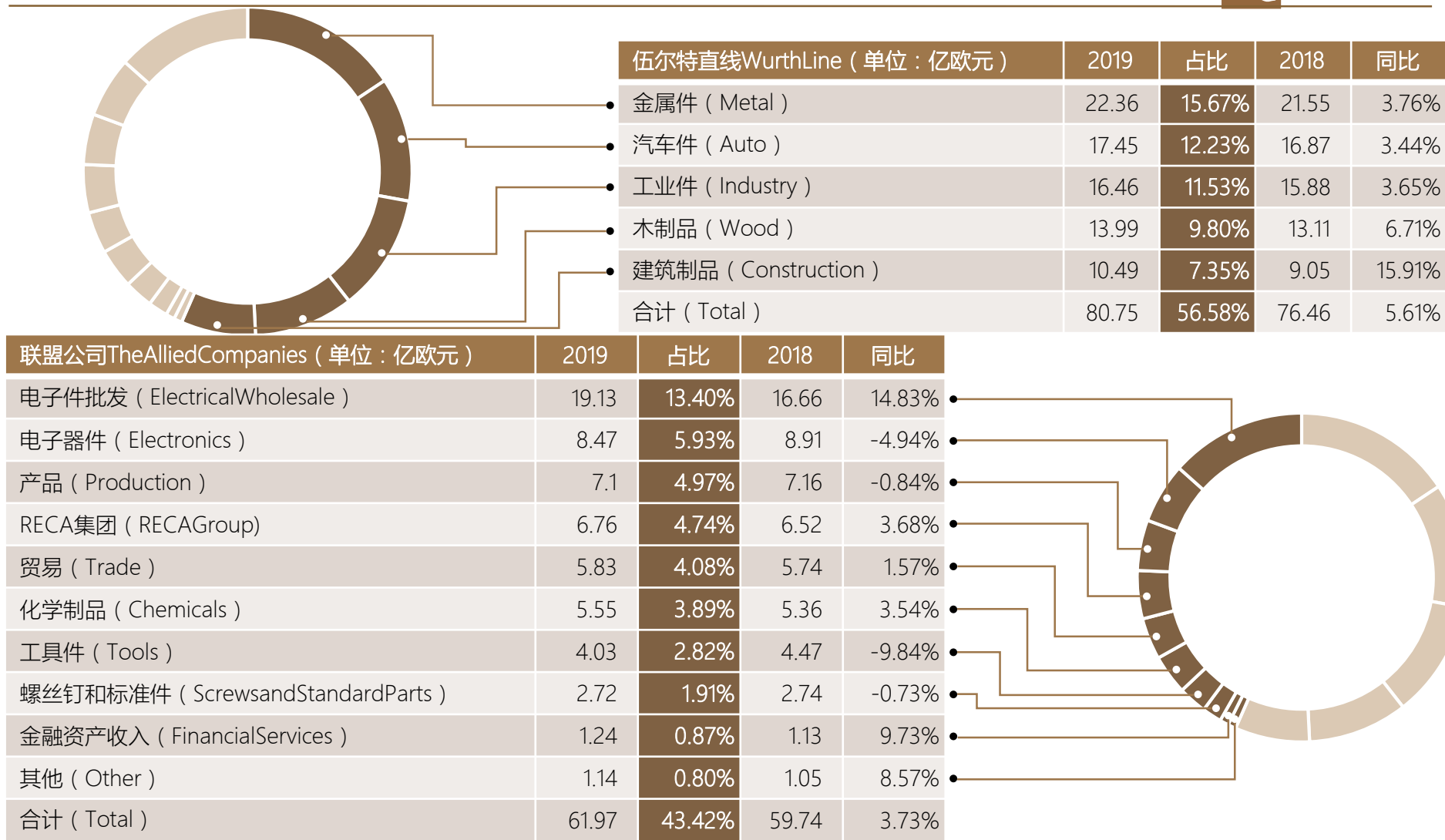
资料来源：公司年报，德邦研究所

伍尔特：业绩伴随品类扩张稳定增长



图：伍尔特直线公司、联盟公司产品结构

伍尔特集团业务部门主要分为两类：伍尔特直线和联盟公司。伍尔特集团为市场提供超过125,000种产品，包括伍尔特直线公司为汽车维修保养、生产制造、装配技术、建筑业、手工业等行业的客户提供的化工、工具、耗材、劳防、装配部件和紧固件产品，以及从事伍尔特相关业务的伍尔特联盟公司所生产和贸易的产品。联盟公司的多样化业务还涉足了金融服务、酒店餐饮、物流运输等不同行业。



资料来源：公司年报，德邦研究所

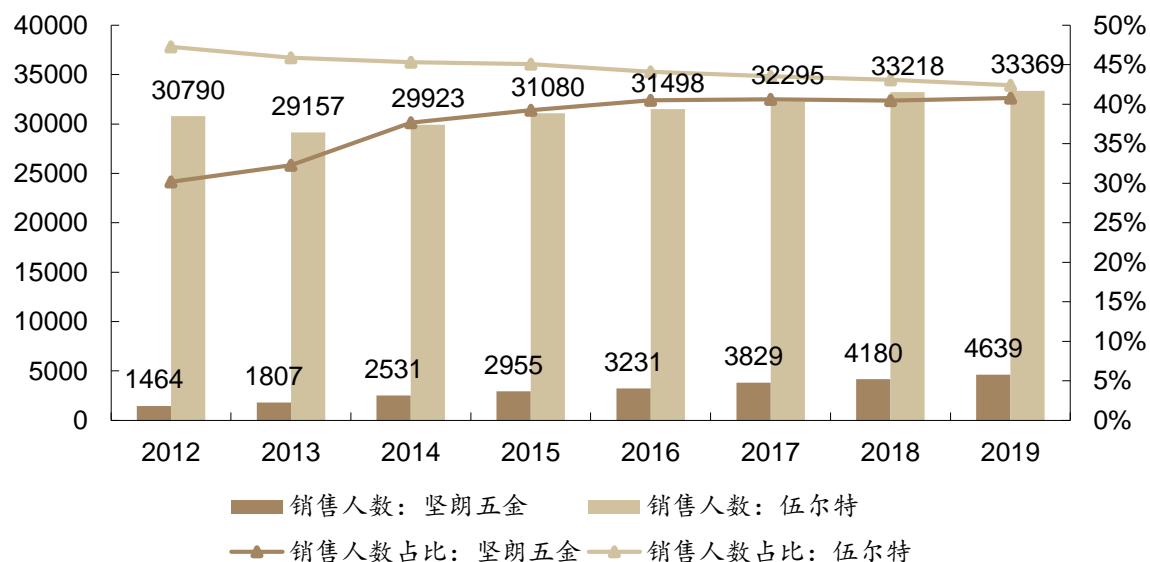
坚朗vs伍尔特：销售占比相近，坚朗人均创收有提升空间



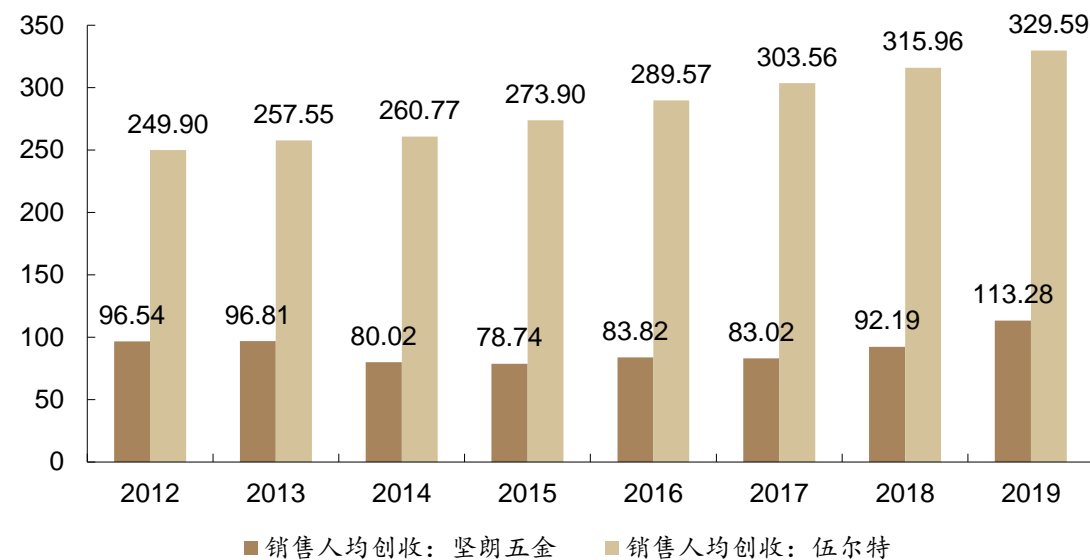
销售团队约占员工总数的40%，占比趋同。直销方式能够更好地满足客户的需求和维持与客户之间的合作关系，有利于公司实现“制造+服务”一体化。近年来坚朗将铺设直销网络，配备销售人员力量视为重要战略之一，销售人员占比不断提升，由2012年30.2%增加至2019年40.8%；同期伍尔特的销售人员占比保持下降趋势，从2012年47.3%下行至2019年42.4%，二者在销售占比上出现了趋同。

销售人员人均创收能力差距显著，坚朗仅达伍尔特34.4%水平（欧元兑人民币汇率按7.7计算）。2012-2019年间，坚朗销售人员人均创收从96.5万元/人发展至113.3万元/人，整体有所提升（+17.4%），但期间经历波动，2015年降至78.7万元/人；伍尔特销售人员人均创收从249.9万元/人发展至329.6万元/人，保持逐年上升的趋势，提升幅度相对更大（+31.9%）。就2019年而言，坚朗销售人员人均创收水平仅为伍尔特34.4%，对标之下提升空间充足。

图：坚朗五金和伍尔特销售人数对比（人）



图：销售人员人均创收对比（万元/人，欧元兑人民币=7.7）



资料来源：公司年报，德邦研究所

坚朗vs伍尔特：扩品类加规模效应，人均创收筑高想象空间



一方面，扩品类能够提高客单价，从而改善人均创收水平；另一方面，规模效应对于固定成本的摊薄作用意味着其对于人均创收水平的提升作用，从逻辑上来说，企业支付的员工薪资也是相对固定的成本，能够被营收增长所稀释。

从品类的角度来看，坚朗目前的五金产品以建筑五金产品为主，主要生产和销售门窗五金和点支承玻璃幕墙构配件，以及占比不高的门控五金、不锈钢护栏构配件、其他家居类产品。而五金行业按照产品的用途来划分，可分为建筑五金、工具五金、日用五金和燃气灶具等，坚朗已有20,000多个小品类，目前仍在持续拓展中，但对比伍尔特125,000的SKU水平，仍需较长时间，未来或能持续享受品类拓宽带带来的效益。在伍尔特直线的产品中，可以看到工业件业务相对更杰出的人均创收效率，工业件主要为工业生产所需的装配和连接、维修和维护方面的材料，发力向工业企业供应五金产品，这对于坚朗提升人均创收或具一定借鉴意义。

从规模效应的角度来看，目前伍尔特2020年营收144.1亿欧元，已是营收过千亿元人民币的龙头企业，而坚朗2019年营收仅67.4亿元，随着坚朗扩品类、扩渠道等驱动转化为业绩时，体量增大后的规模效应将对人均创收起到拉升作用。

表：分品类人均创收（伍尔特直线）

		2015	2016	2017	2018	2019
金属件 (Metal)	收入(亿欧元)	17.65	18.5	19.84	21.55	22.36
	销售人数	7942	7932	8159	8592	8697
	人均创收(万欧元/人)	22.22	23.32	24.32	25.08	25.71
汽车件 (Auto)	收入(亿欧元)	15.02	15.49	16.31	16.87	17.45
	销售人数	10018	10057	10101	10320	10229
	人均创收(万欧元/人)	14.99	15.40	16.15	16.35	17.06
工业件 (Industry)	收入(亿欧元)	11.80	13.54	14.61	15.88	16.46
	销售人数	965	993	1057	1053	1152
	人均创收(万欧元/人)	122.28	136.35	138.22	150.81	142.88
木制品 (Wood)	收入(亿欧元)	11.24	11.78	12.56	13.11	13.99
	销售人数	2769	2844	3021	3003	3035
	人均创收(万欧元/人)	40.59	41.42	41.58	43.66	46.10
建筑制品 (Construction)	收入(亿欧元)	6.86	7.54	8.19	9.05	10.49
	销售人数	3099	3131	3190	3181	3401
	人均创收(万欧元/人)	22.14	24.08	25.67	28.45	30.84

资料来源：公司年报，德邦研究所

坚朗vs伍尔特：全球布局大势所趋，扩市场以期超预期增长



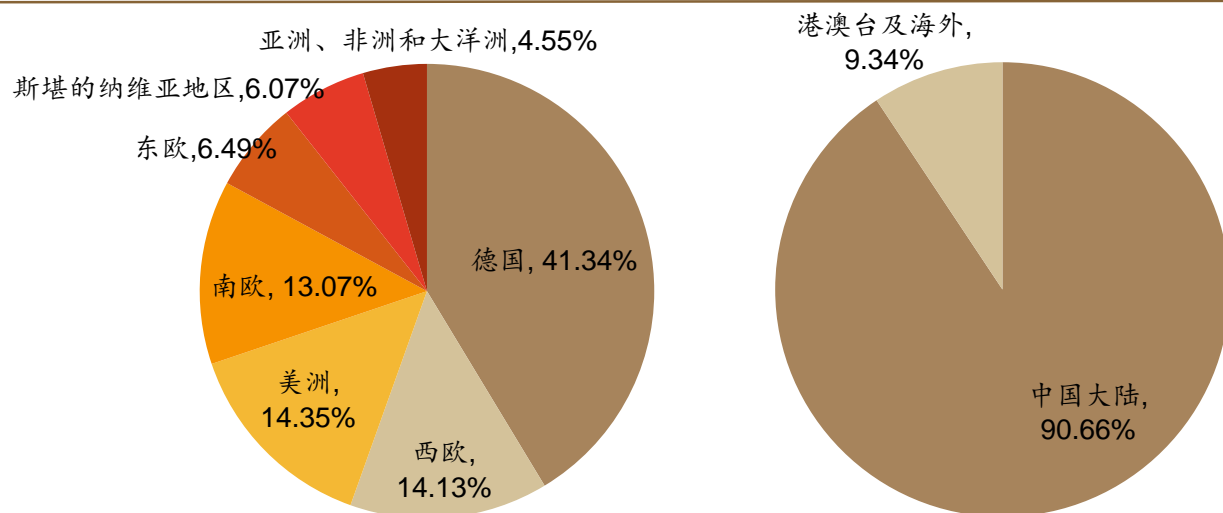
德邦证券
Topsperity Securities

基于目前的销售人员队伍和人均创收水平，通过对标伍尔特，我们能够看到坚朗在未来随着销售人员不断扩充，人均创收（品类扩张和规模效应显现）逐步抬升后，蕴藏着的巨大成长潜力。与此同时，我们也需注意到扩市场可能带来的增量。

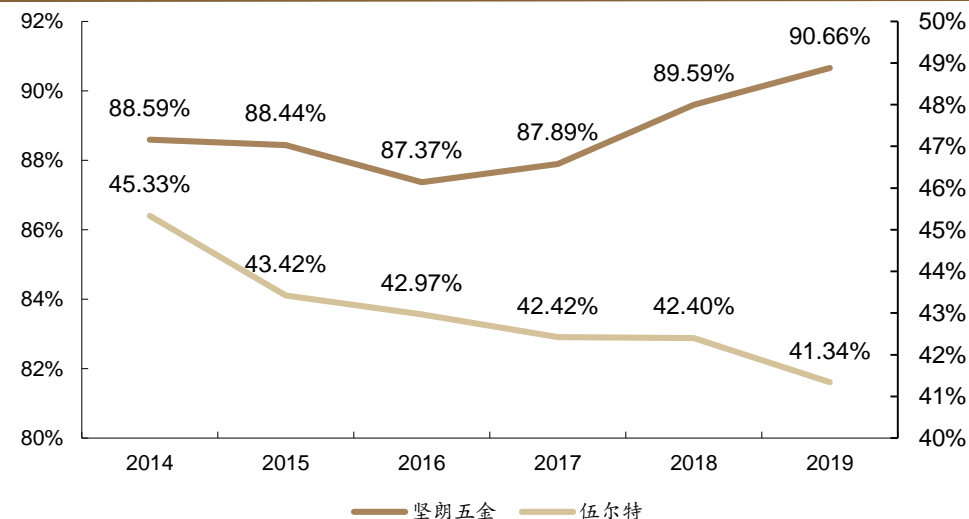
坚朗营收集集中在中国，伍尔特营收来源更分散。2019年，伍尔特于本国（德国）产生的营业收入为59亿欧元，占比达41.3%，其次为美洲、西欧、南欧，分别占14.4%、14.1%、13.1%；坚朗则简单划分为中国大陆和港澳台及海外，各占90.7%和9.3%，本国（中国大陆）占绝大比例。

坚朗内销占比呈上升趋势，伍尔特内销占比呈下降趋势。2014-2019年间，坚朗五金内销收入占比从88.6%上升至90.7%，收入更集中于中国，而伍尔特内销收入占比从45.4%下降至41.3%，进一步打通海外销路。我们认为，以坚朗目前的体量，聚焦于国内市场有利于收割市场份额，进军五金领先地位，但从长远角度来看，全球化将是大势所趋。瞄向全球市场的全球布局将为坚朗创造更多竞争机遇，考虑到部分含有五金件的产品如智能锁和智能沙发等在海外发达国家的渗透率高于中国，海外市场的体量可能比想象中更为广阔，届时坚朗有望实现超预期的业绩增长。

图：2019年伍尔特和坚朗五金营收结构（分地区）



图：本国营收占比（坚朗五金和伍尔特）



资料来源：公司年报，德邦研究所

亚萨合莱：全球智能锁和安防解决方案专家



德邦证券
Topsperity Securities

图：亚萨合莱品牌和产品展示

亚萨合莱集团诞生于1994年，通过外延并购结合内生发展，其智能锁、安防、五金等各项业务遍布世界各地的成熟市场和新兴市场，在欧洲、北美和亚太地区都占据领先地位。

在全球所有已安装的锁具和安防产品中，亚萨合莱的产品占十分之一。2020年受疫情影响，集团营收和利润规模有所下滑，2019年其营业收入规模已达940亿瑞典克朗，约合705亿人民币（按瑞典克朗=0.75人民币折算）。

亚萨合莱(ASSA ABLOY)集团旗下业务众多，主要分成三个地区分部及两个全球分部，包括亚太地区（Asia Pacific）、美洲（Americas）和欧洲、中东和非洲（EMEA）、全球技术（Global Technologies）、入口系统（Entrance Systems）。

ASSA ABLOY	产品	介绍
	门类产品	包括民用、商业、工业、轨道、医疗、核电、自动门等；
	机械锁具	五金机械锁配件、挂锁及密码锁；
	电子门锁	指纹锁、智能锁和电子密码锁；
	机电一体化锁	CLIQ电子机械锁系统、Hi-O智能电子门锁；
	闭门器	明装闭门器、隐藏式闭门器、门顶、地弹簧、纱扇门闭门器、电门自动启闭装置和闭合器；
	门窗五金配件	适用于塑钢、铝合金、实木等门窗，并且能配合不同的门窗开启形式，如内平开下悬、平开、推拉等；
	逃生与紧急出口装置	可分为一触式推杆紧急出口和单手操作安全出口；
	酒店门锁与安保	为酒店服务行业提供拥有磁卡阅读器和智能卡锁定技术的客房门锁以及室内电子保险柜
	门禁系统	包括智能卡和凭证，射频识别证书、标签与读写器，识别技术和访问控制

集团将亚萨合莱主品牌和单一品牌的标志合并，以显示本地品牌与亚萨合莱全球实力的关系。

住宅锁具 访问控制、安全卡发行和识别技术 高安全性锁具 锁匠行业

ENTRE/MATIC flexiforce[®]

第一块：亚萨合莱主品牌；**第二块：**产品品牌获主品牌背书；**第三块：**有独特市场定位的全球品牌；**第四块：**单一品牌

资料来源：亚萨合莱中国官网，德邦研究所

亚萨合莱：业绩稳健增长，20年受疫情影响略有下降

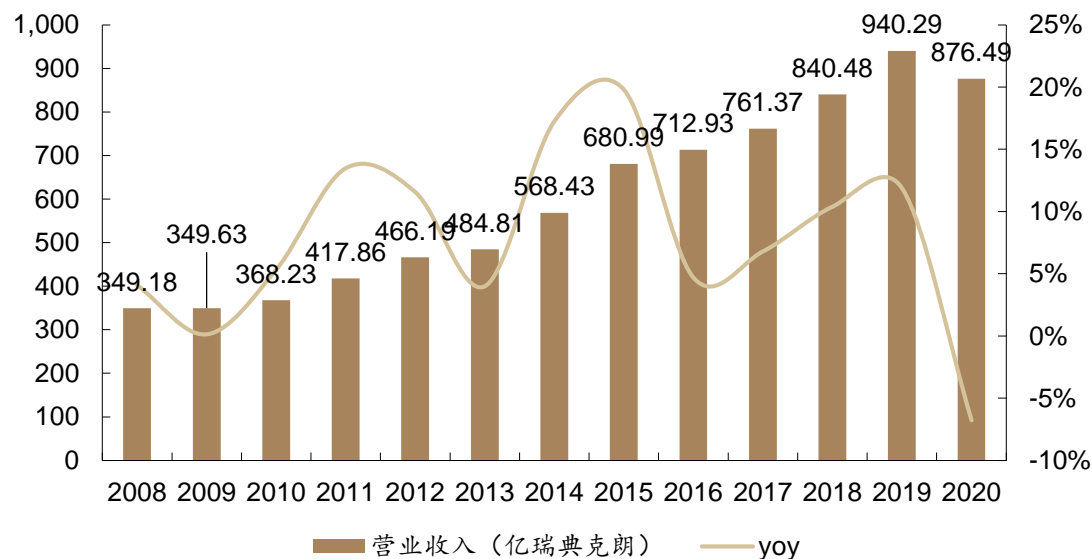


德邦证券
Topsperity Securities

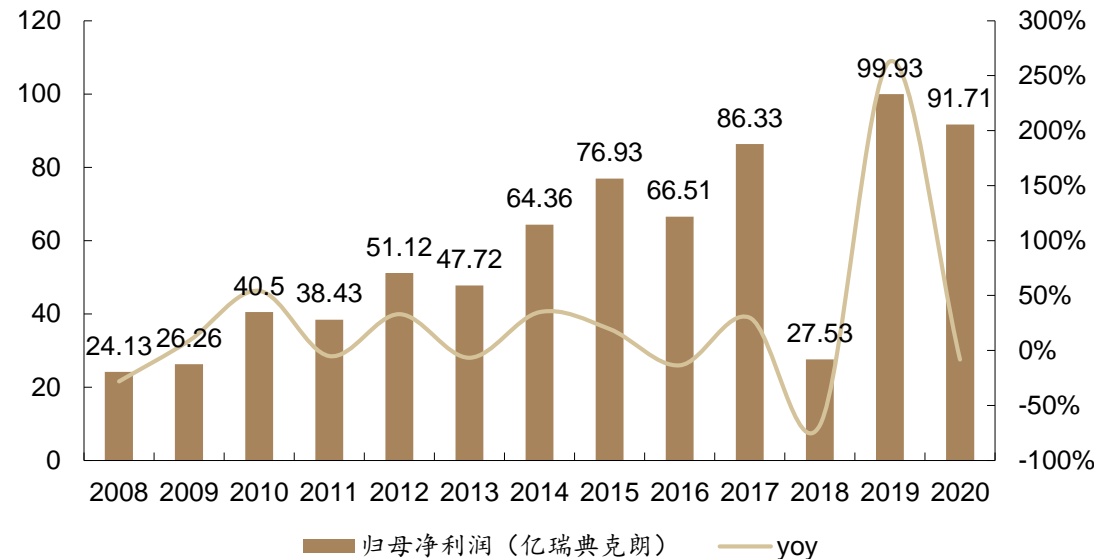
营业收入基本稳健增长，增速有所波动。亚萨合莱营业收入从2008年349.2亿瑞典克朗增长至2020年876.5亿瑞典克朗，2015-2020期间五年CAGR达5.2%；2020年公司营业收入同比下降6.8%，主要为疫情负面影响所致。2008-2020年间CAGR达8.0%，近五年营收增速有所放缓。

净利润震荡上行，振幅较大但趋势向上。公司归母净利润从2008年24.1亿瑞典克朗增长至2020年91.7亿瑞典克朗，2015-2020期间五年CAGR达3.6%，增速低于营业收入，净利率有所承压。其中2018年公司净利润同比下降68.11%，主要为公司计提大额商誉及无形资产减值达56.0亿瑞典克朗，经营净利润并未受到实质性影响；2019年公司净利润同比大幅增加263.0%，则是基于2018年的低基数，2017-2019年间二年CAGR为7.6%，处于合理水平。2020年公司净利润同比下降8.2%，主要为疫情负面影响所致。公司年度利润时增时减，波动较大，但2008-2020年间总体CAGR为11.8%，拨云见日，可以看到公司的快速成长。

图：亚萨合莱营收及增速



图：亚萨合莱净利润及增速



资料来源：公司年报，德邦研究所

亚萨合莱：盈利能力保持稳定，销售费用率略有上升



毛利率小幅波动，净利率中枢接近10%。公司毛利率水平基本平稳，2014-2020年间毛利率由38.6%小幅提升至39.2%，变动仅为+0.6pct，期间波动亦不大，在37.8%-39.9%区间内呈现小幅震荡。净利率变化相似，2020年净利率为10.5%，2014-2020年间在9.3%-11.3%区间内震荡，中枢接近10%，但2%波动相对于10%均值已较为显著。其中2018年净利率大幅下滑则为计提大额商誉及无形资产减值所致。

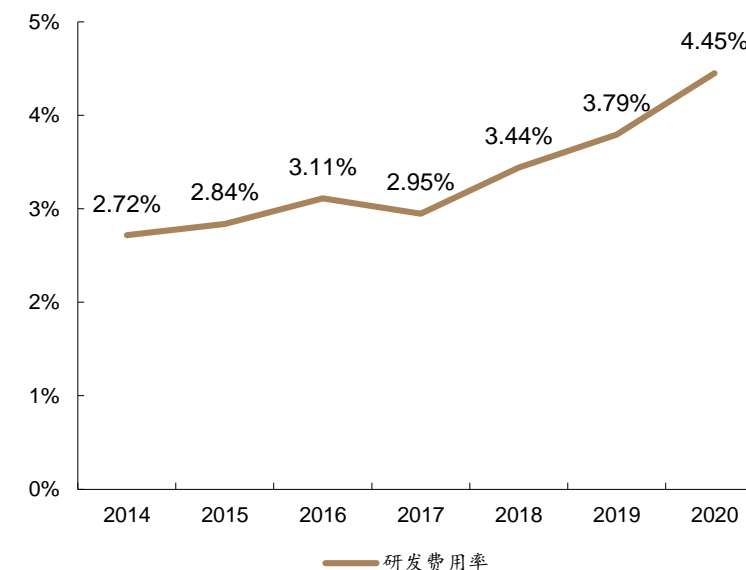
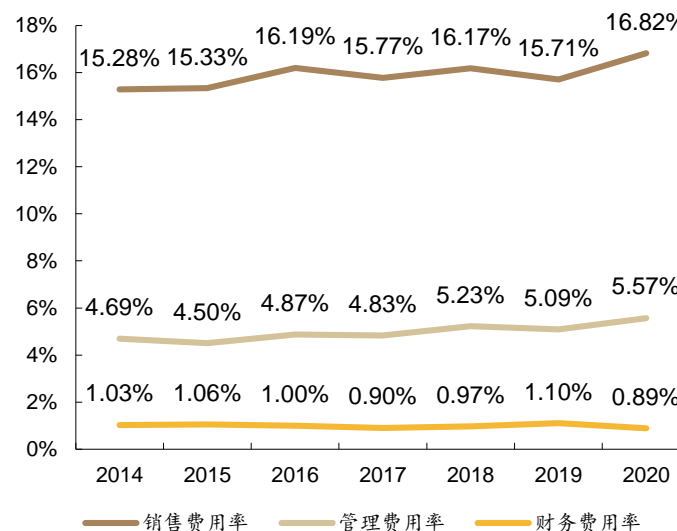
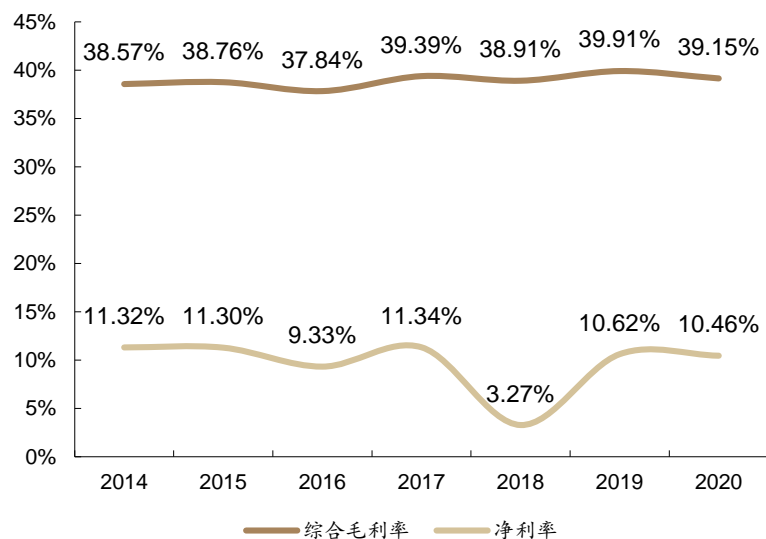
销售费用占比最高，销售、管理、研发费率均有上行趋势，财务费率稳定。2020年，公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为16.82%/5.57%/4.45%/0.89%，销售费用明显高于其他费用。2014-2020年间，销售费用由15.3%上升1.5pct，管理费用由4.7%上升0.9pct，此外，财务费用率稳定占比1%左右。

研发费用率稳步提升。研发费用由2.7%上升1.8pct，研发费用百分比提升最大，彰显出集团对于科技研发的重视。

图：亚萨合莱毛利率和净利率

图：亚萨合莱期间费用率

图：研发费用率稳步提升



资料来源：公司年报，德邦研究所

亚萨合莱：增速修复，各品类再放量



各项业务高增回落，经历修复后，机电锁和电子锁与安全门及五金硬件两类产品再次放量。分品类来看，2015年增速普遍较高，2016、2017年出现增速滑坡，于2018、2019年整体回升。其中机械锁、锁系统及配件产品与入口自动化产品两项有一定修复，重回稳健增长态势。而机电锁和电子锁与安全门及五金硬件则再度发力，同比增速到达两位数，再创新高景气。

锁具业务占比较高，其中机电锁和电子锁贡献主要增量，同时入口自动化产品占比提升。2020年，机械锁、锁系统及配件与机电锁和电子锁两项业务收入占比合计达到54.6%，占比提升主要来自机电锁和电子锁的优异表现。入口自动化产品在稳健增长下也实现了占比的持续提升。

表：亚萨合莱收入按产品拆分

(单位：亿瑞典克朗)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
机械锁、锁系统及配件 (Mechanical locks, lock systems and fittings)	169.60	195.16	202.28	207.96	220.46	234.86	209.21
yoy	5.78%	15.07%	3.65%	2.81%	6.01%	6.53%	-10.92%
占比	29.84%	28.66%	28.37%	27.31%	26.23%	24.98%	23.87%
入口自动化产品 (Entrance automation)	154.65	179.92	196.93	212.20	232.05	253.18	256.97
yoy	28.05%	16.34%	9.45%	7.75%	9.35%	9.11%	1.50%
占比	27.21%	26.42%	27.62%	27.87%	27.61%	26.93%	29.32%
机电锁和电子锁 (Electromechanical and electronic locks)	132.97	171.43	185.45	208.20	248.63	293.76	268.92
yoy	14.61%	28.92%	8.18%	12.27%	19.42%	18.15%	-8.46%
占比	23.39%	25.17%	26.01%	27.35%	29.58%	31.24%	30.68%
安全门及五金硬件 (Security doors and hardware)	111.21	134.48	128.28	133.01	139.33	158.49	141.39
yoy	26.84%	20.92%	-4.61%	3.69%	4.75%	13.75%	-10.79%
占比	19.56%	19.75%	17.99%	17.47%	16.58%	16.86%	16.13%
合计营业收入 (Total)	568.43	680.99	712.93	761.37	840.48	940.29	876.49

资料来源：公司年报，德邦研究所

坚朗vs亚萨合莱：增长引擎有别，员工数量vs人均创收

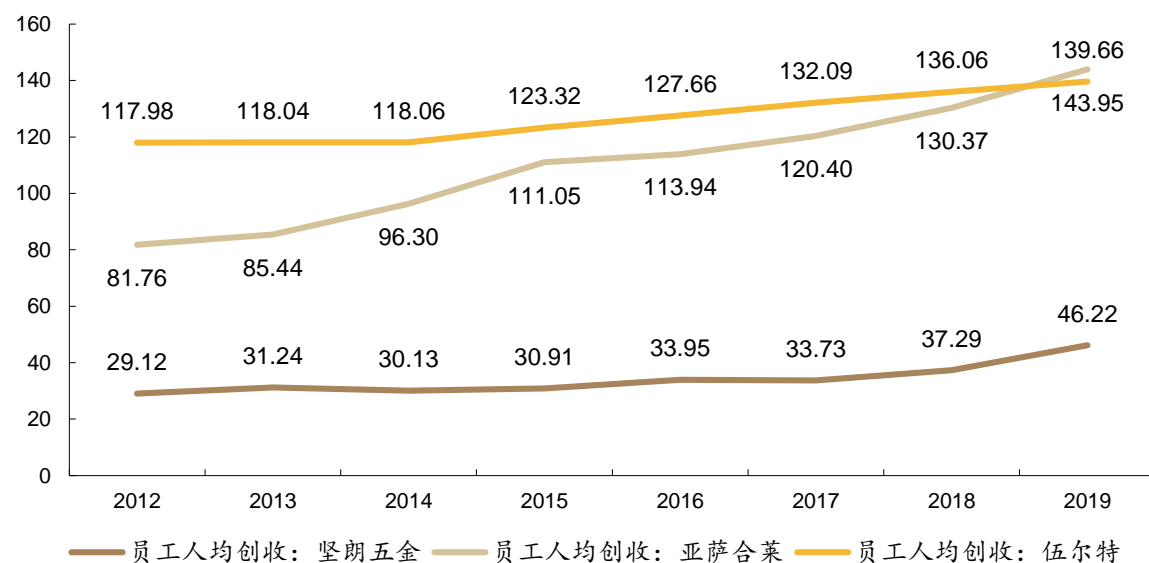
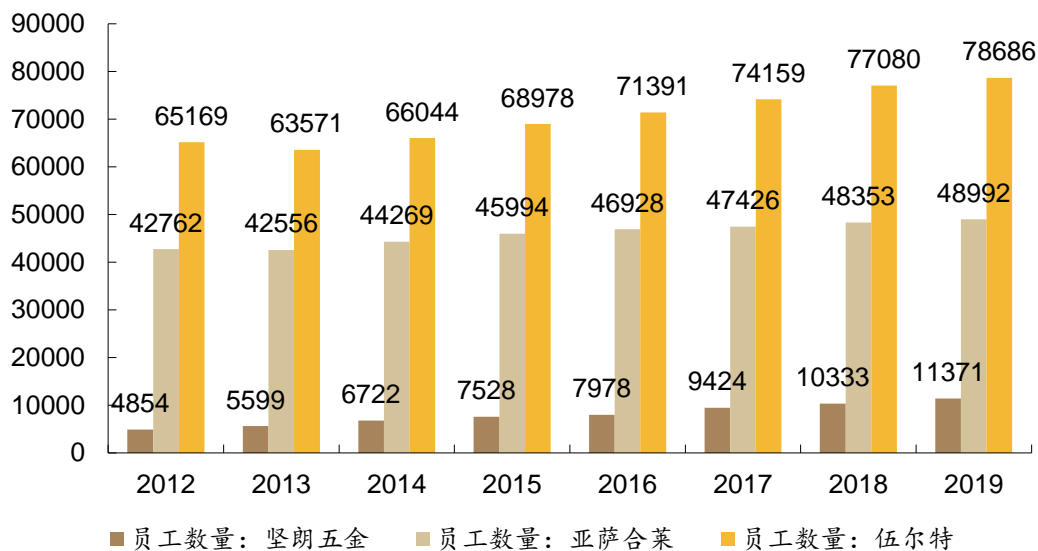
坚朗员工数量过万，对比亚萨合莱差距较大。2019年亚萨合莱员工总数48992人，低于伍尔特78686人；同期坚朗员工人数为11371人，差距明显。

人均创收方面，亚萨合莱2019年超越伍尔特，大举领先坚朗五金。2012-2019年间，坚朗员工人均创收从29.1万元/人发展至46.2万元/人，7年对应58.7%增幅，绝对增幅为17.1万元/人；相比之下，亚萨合莱员工人均创收从81.8万元/人发展至144.0万元/人，7年对应76.1%增幅，绝对增幅为62.2万元/人；伍尔特员工人均创收从118.0万元/人发展至140.0万元/人，7年对应18.4%增幅，绝对增幅为22万元/人。亚萨合莱在相对和绝对增幅上明显领先，而就2019年水平而言，亚萨合莱实现对伍尔特的超越，人均创收水平约为坚朗3.1倍之多。

对比而言，坚朗员工扩招明显，而亚萨合莱人均创收增速亮眼。根据营业收入=员工人数*人均创收进行拆解，2012-2019年间，坚朗的增长驱动主要来自于员工人数，人均创收仅微增，反观亚萨合莱则主要来自人均创收，员工数量仅微增。

图：坚朗五金、亚萨合莱、伍尔特员工数量对比（人）

图：全体员工人均创收对比（万元/人，瑞典克朗兑人民币0.75）



资料来源：公司年报，德邦研究所

坚朗vs亚萨合莱：门锁五金发展亮眼，坚朗有借鉴意义



2013-2015年间：

各项业务整体发展态势良好，先后均触达2012-2019年间增速高点。其中，2014年入口自动化产品，安全门及五金硬件两项业务达7年增速峰值，2015年机电锁和电子锁，机械锁、锁系统及配件两项业务达7年增速峰值。在此基础上，亚萨合莱员工人均创收攀升迅速。

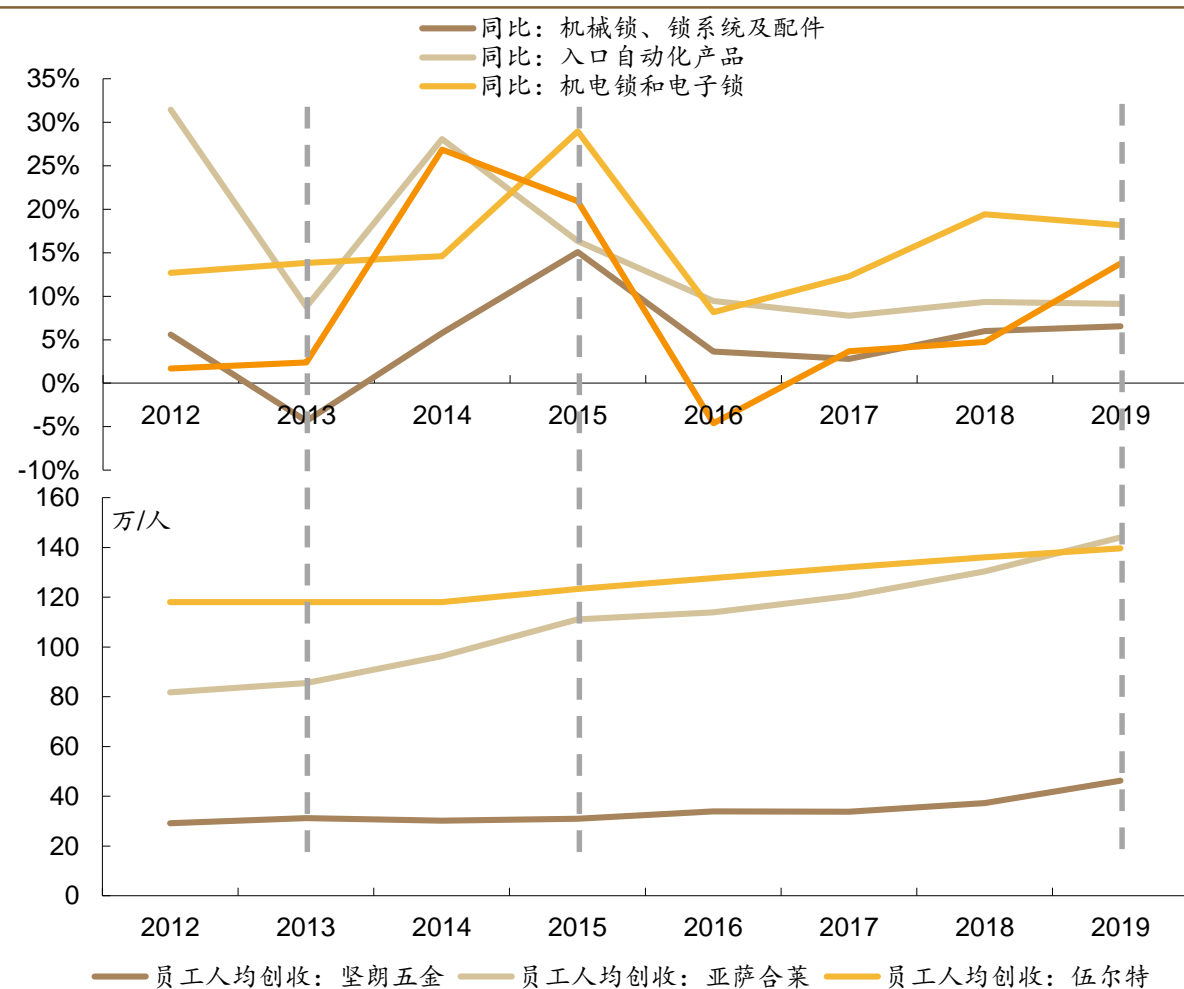
2016-2019年间：

2016年同比大幅下滑，是中国市场需求疲软所致，原因为宏观不景气，叠加新建建筑市场增速放缓。2017年开始，电锁（机电锁和电子锁）业务率先回暖，之后保持领跑，成为营收增长主力军，带动人均创收。2019年，在电锁高增基础上，安全门及五金硬件亦贡献较快增速，人均创收进一步提振。

总体来看，电锁拉动营收较为明显，进而提高亚萨合莱的人均创收水平（员工数保持基本稳定），2019年配合安全门及五金硬件，扭转了2012年落后伍尔特的情况，且势头强劲。在中国市场和日益增长的印度市场，城市化和日益提高的生活水平正带动着安防需求的上升，电子门锁的销售尤其蓬勃。

目前坚朗五金的新业务中也有门控五金、智能锁等，若能合理布局，借助两项业务快速起量，有可能复制亚萨合莱的成长路径。

图：机电锁和电子锁贡献收入增量



资料来源：公司年报，德邦研究所

坚朗vs亚萨合莱：外延并购催生全球龙头，战略可复制



德邦证券
Topsperity Securities

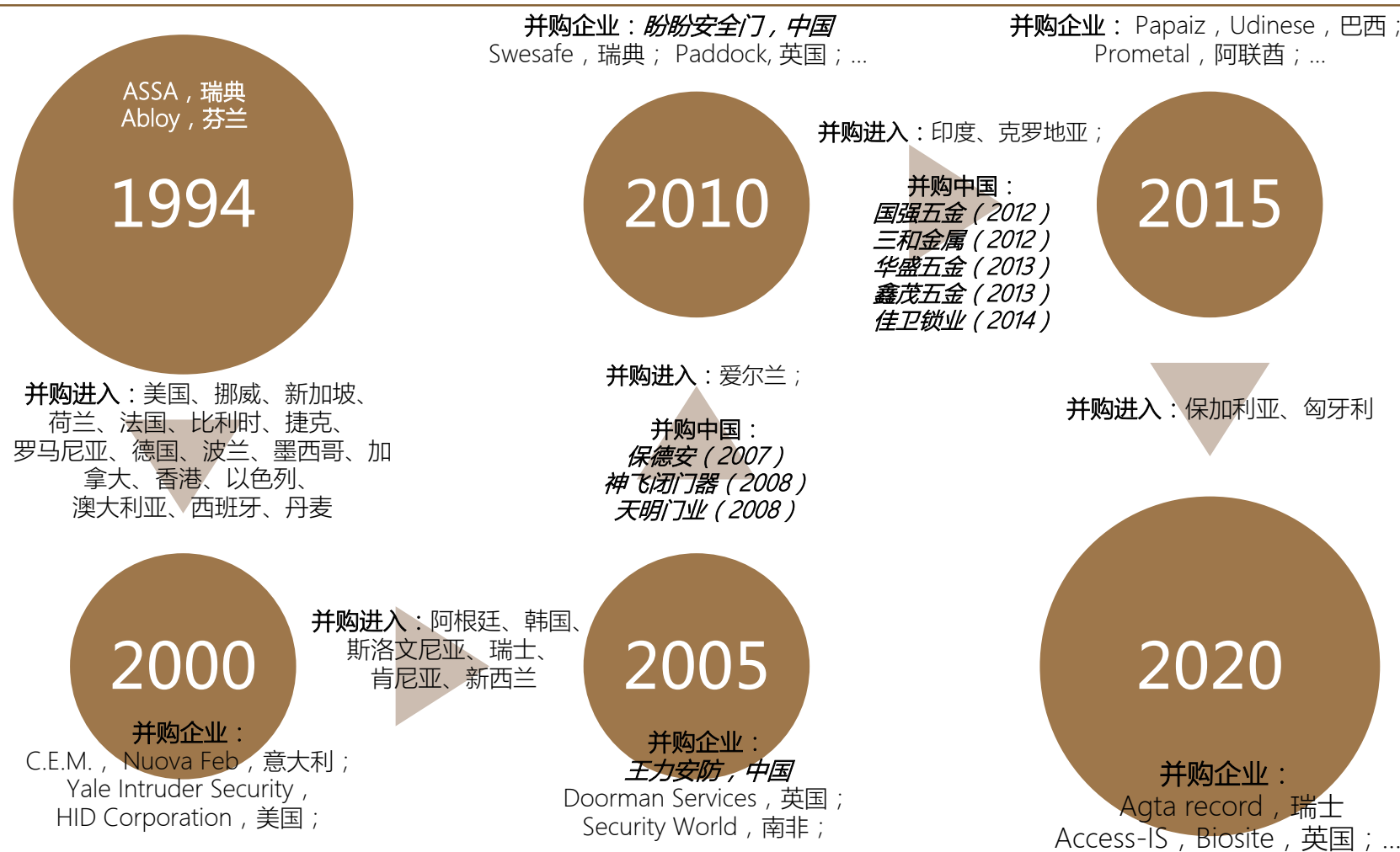
自1994年集团成立以来，亚萨合莱已经完成了300多次并购，且每一个经营周期都有5%的并购增长目标。集团本身也是瑞典ASSA公司和芬兰Abloy于1994年合并成立，并于同年8月份在斯德哥尔摩证券交易所上市。

亚萨合莱的收购战略主要聚焦于三点：

- 一、扩大市场版图；
- 二、补充产品矩阵；
- 三、引进关键技术。

早在1994年以前，亚萨合莱就已经并购了超过100家公司，外延并购战略可谓源远流长。通过不断外延并购，亚萨合莱得以提供全面的安防解决方案，产品业务涵盖各式锁具、安全门、门禁系统等，并向门窗五金、门控五金衍生。我们认为，基于目前坚朗的智能锁、门控五金业务占比较小，在扩市场、扩品类上均有广阔天地，可效仿其并购策略。

表：亚萨合莱并购历史（部分）



资料来源：ASSA ABLOY官网，德邦研究所



德邦证券
Topsperity Securities

PART05

盈利预测及投资建议

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明



核心假设：公司产品均价保持3%速度增长；受益于公司产品品类持续扩张，公司销售量保持快速增长，2020年至2022年销售增速分别为24.64%、29%、24%。

盈利预测：

公司建筑五金业务2020年至2022年营业收入分别为67.03、89.07、113.76亿元，同比增长28.37%、32.87%、27.72%。

公司其他业务2020年至2022年营业收入分别为0.34、0.36、0.40亿元，同比增长2.08%、6.19%、11.07%。

图表：公司销售预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
建筑五金业（亿元）	38.45	52.22	67.03	89.07	113.76
同比(%)	21.20%	35.80%	28.37%	32.87%	27.72%
销售量（万套）	5,429.15	7,177.47	8945.67	11539.91	14309.49
同比(%)	16.71%	32.20%	24.64%	29%	24%
均价（元/套）	70.82	72.75	74.93	77.18	79.50
同比(%)	3.85%	2.72%	3%	3%	3%

资料来源：Wind，德邦证券研究所

图表：公司分产品盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	38.53	52.54	67.37	89.42	114.16
同比(%)	21.22%	36.37%	28.23%	32.74%	27.66%
综合毛利率	38.01%	39.82%	40.13%	40.11%	40.09%
建筑五金业（亿元）	38.45	52.22	67.03	89.07	113.76
同比(%)	21.20%	35.80%	28.37%	32.87%	27.72%
毛利率(%)	37.88%	39.92%	40%	40%	40%
业务收入比例(%)	99.78%	99.36%	99.50%	99.60%	99.65%
其他业务（亿元）	0.08	0.33	0.34	0.36	0.40
同比(%)	30.77%	300.91%	2.08%	6.19%	11.70%
毛利率(%)	95.71%	24.13%	66.34%	66.34%	66.34%
业务收入比例(%)	0.22%	0.64%	0.50%	0.40%	0.35%

资料来源：Wind，德邦证券研究所

投资建议：我们预计公司2021~2022年营业总收入分别为89.42、114.16亿元，同比增长32.74%、27.66%，2021~2022年归母净利润分别为11.02、14.34亿元，同比增长35.18%、30.13%，对应21年、22年PE为50.91X、39.12X。考虑到公司扩品类将带来业绩的快速增长，公司销售服务、研发护城河深厚，长期看公司高速的增长速度有望延续，看好公司长期发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表：可比公司估值

股票代码	公司简称	当前股价	当前市值	PE				EPS			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
002372.SZ	伟星新材	24.90	396.44	40.32	31.68	29.12	25.69	0.62	0.79	0.86	0.97
002918.SZ	蒙娜丽莎	40.02	163.61	37.81	28.89	22.25	17.61	1.06	1.39	1.80	2.27
000786.SZ	北新建材	46.35	783.09	177.51	27.38	20.75	17.51	0.26	1.69	2.23	2.65
603737.SH	三棵树	200.65	539.52	132.84	107.71	66.67	49.37	1.51	1.86	3.01	4.06
002271.SZ	东方雨虹	52.79	1,239.37	59.99	36.48	31.03	25.08	0.88	1.45	1.70	2.11
	平均值			89.69	46.43	33.96	27.05	0.87	1.43	1.92	2.41
002791.SZ	坚朗五金	174.53	561.18	127.74	68.82	50.91	39.12	1.37	2.54	3.43	4.46

资料来源：Wind一致预期，德邦证券研究所（伟星新材、三棵树、东方雨虹2020年数据为Wind一致预期，当前股价采用2021年4月2日收盘价）



- (1) 房地产调控大幅超预期；
- (2) 新冠疫情反复；
- (3) 新品开拓不及预期；
- (4) 建筑业波动风险；
- (5) 应收账款高企风险。

财务报表分析和预测



德邦证券
Topsperity Securities

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)				
每股收益	1.37	2.54	3.43	4.46
每股净资产	9.55	12.09	15.51	19.97
每股经营现金流	1.92	-0.13	4.70	3.01
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估 (倍)				
P/E	127.74	68.82	50.91	39.12
P/B	18.28	14.44	11.25	8.74
P/S	10.68	8.33	6.28	4.92
EV/EBITDA	85.46	46.73	37.32	29.40
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标 (%)				
毛利率	39.8%	40.1%	40.1%	40.1%
净利润率	8.4%	12.1%	12.3%	12.6%
净资产收益率	14.3%	21.0%	22.1%	22.3%
资产回报率	8.9%	12.3%	13.9%	14.3%
投资回报率	15.2%	22.1%	22.0%	22.1%
盈利增长 (%)				
营业收入增长率	36.4%	28.2%	32.7%	27.7%
EBIT增长率	152.4%	95.9%	23.5%	28.2%
净利润增长率	155.2%	85.6%	35.2%	30.1%
偿债能力指标				
资产负债率	36.2%	40.3%	36.2%	34.9%
流动比率	2.1	1.9	2.2	2.4
速动比率	1.6	1.4	1.7	1.8
现金比率	0.4	0.1	0.6	0.7

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
经营效率指标				
应收帐款周转天数	84.2	140.0	90.0	90.0
存货周转天数	108.9	110.0	100.0	100.0
总资产周转率	1.1	1.0	1.1	1.0
固定资产周转率	8.5	10.5	13.3	10.5
现金流量表 (百万元)				
净利润	439	815	1,102	1,434
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	145	116	130	123
非经营收益	15	2	8	14
营运资金变动	19	-975	272	-604
经营活动现金流	619	-41	1,512	967
资产	-223	-408	-255	-236
投资	-144	169	0	0
其他	-93	-1	-2	-6
投资活动现金流	-460	-240	-257	-242
债权募资	555	-21	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-493	0	0	0
融资活动现金流	63	-21	0	0
现金净流量	222	-302	1,255	725

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为4月2日 资料来源：公司年报（2018-2019），德邦研究所



利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	5,255	6,737	8,942	11,416
营业成本	3,163	4,033	5,356	6,839
毛利率%	39.8%	40.1%	40.1%	40.1%
营业税金及附加	37	46	62	79
营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	985	1,017	1,341	1,712
营业费用率%	18.7%	15.1%	15.0%	15.0%
管理费用	267	293	447	571
管理费用率%	5.1%	4.4%	5.0%	5.0%
研发费用	253	269	405	508
研发费用率%	4.8%	4.0%	4.5%	4.5%
EBIT	550	1,077	1,331	1,706
财务费用	0	-9	-19	-38
财务费用率%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-15	0	0	0
投资收益	-8	1	-2	-6
营业利润	499	997	1,310	1,700
营业外收支	-2	1	0	0
利润总额	498	998	1,310	1,700
EBITDA	649	1,193	1,461	1,830
所得税	58	182	208	265
有效所得税率%	11.7%	18.3%	15.9%	15.6%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者 净利润	439	815	1,102	1,434

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	657	355	1,610	2,335
应收账款及应收票据	1,538	3,002	2,759	3,522
存货	944	1,216	1,467	1,874
其它流动资产	610	579	495	543
流动资产合计	3,749	5,151	6,332	8,274
长期股权投资	136	146	146	146
固定资产	621	640	670	700
在建工程	111	227	227	227
无形资产	272	426	515	590
非流动资产合计	1,204	1,505	1,624	1,729
资产总计	4,952	6,656	7,956	10,003
短期借款	21	0	0	0
应付票据及应付账款	1,068	1,799	1,768	2,091
预收账款	115	147	195	249
其它流动负债	551	697	878	1,114
流动负债合计	1,755	2,643	2,841	3,453
长期借款	2	2	2	2
其它长期负债	34	34	34	34
非流动负债合计	36	36	36	36
负债总计	1,791	2,679	2,877	3,490
实收资本	322	322	322	322
普通股股东权益	3,071	3,886	4,988	6,423
少数股东权益	91	91	91	91
负债和所有者权益合计	4,952	6,656	7,956	10,003

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为4月2日 资料来源：公司年报（2018-2019），德邦研究所



分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获2015年轻工消费新财富最佳分析师第5名；2016年轻工消费新财富第4名，2016年水晶球第2名，金牛奖第4名；2017年轻工消费新财富最佳分析师第3名，水晶球第2名，保险资管（IAMAC）最受欢迎卖方轻工第1名；2018年轻工消费新财富最佳分析师第3名，水晶球第2名，Wind金牌分析师第1名，IAMAC第2名；2019年获轻工《财经》最佳分析师第2名，Wind金牌分析师第3名，水晶球第4名，新浪金麒麟分析师第4名，等等。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1.投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2.市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准； 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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。