

2021 年 04 月 11 日

多品类成长性兑现，激励彰显信心

坚朗五金(002791)

评级:	买入	股票代码:	002791
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	205.94/53.61
目标价格:	194.89	总市值(亿)	538.45
最新收盘价:	167.46	自由流通市值(亿)	261.97
		自由流通股数(百万)	156.44

事件概述。公司 2020 年实现营业收入 67.37 亿元，同比+28.2%，实现归母净利润 8.17 亿元，同比+86.01%；其中 Q4 实现收入 22.18 亿元，同比+31.98%，实现归母净利润 3.15 亿元，同比+85.59%。

公司同日公告 2021 年股权激励计划，覆盖对象 1714 人，行权价格 129.97 元/股，考核目标为 2021-2025 年，公司收入相较于 2020 年，累计增长不低于 30%（如 2021 年授予完成，需考核 2021 年业绩）/66.4%/108.0%/160.0%/225.0%。

► **多业务成长性突出，价格传导能力强。**公司业绩符合预期。2020 年多品种持续快速增长，其中门窗五金、门控、家居类、其他建筑五金、不锈钢护栏配件分别收入增长了 19.13%、7.68%、72.12%、113.09%、11.6%，只有点支承幕墙配件业务下滑了 17.58%，整体上呈现新业务爆发，核心主营持续成长的态势；2020 年，公司直销渠道拓展效果良好，全年销售网点数量新增至 600 余个（新增 100 个左右），全年实现建筑五金产品销量 8521.89 万套，同比增长 18.73%；其中海贝斯增长亮眼，2020 年海贝斯营收 3.9 亿元同比增长 57%，我们判断其中电子锁增速接近翻倍；由于原材料价格上升，2020 年公司五金件单位成本上升 8.4%至 47.4 元/套，但公司较好的通过提价（售价同比提升 7.7%至 78.3 元/套），使得五金业务毛利率总体保持稳中有升（调整到同样会计口径后综合毛利率预计提升接近 2 个百分点），从净利率口径同比提升 4.54 个百分点，价格传导能力反映了公司对下游较强的议价地位。

► **集成化规模效应持续体现，带动利润率提升。**2020 年，公司集成化战略效果进一步显现，具体体现为：1) 销售人均创收由 2019 年的 113 万元提升至 126 万元；2) 销售费用率同比下降 4.9 个百分点至 13.8%，测算同口径下仍下降 2.7 个百分点，带动公司净利率同比提升 4.5 个百分点至 12.9%，是公司利润增速显著超过收入增速的主要原因。

► **收现比有所下降，存货周转率提升。**2020 年，公司收现比由 2019 年的 99%下降至 83%，使得经营净现金流同比减少 1.2 亿元，我们判断主要原因是公司为拓展工程业务，允许部分客户采用票据作为支付方式，同时也一定程度反映在下游客户付款条件有一定压力，尤其是三道红线颁布以后。但公司存货周转率由 2019 年的 3.42 上升至 4.14，主要原因是在公司收入规模上升后，过往部分相对非标产品可以集中仓储、运输，缩短了交付时间，也进一步验证了公司规模效应逐渐体现。

► **良性循环仍将继续，激励计划彰显信心。**我们认为，在下游客户一站式采购需求提升的背景下，公司推行集成化战略带来的“品类拓展提升人均创收-规模效应体现提升利润-利润提升反哺新品开发”的良性循环仍将延续，对标国际领先企业，公司发展空间仍然充足。公司公告股权激励计划对应未来 5 年收入复合增速考核目标 26.6%左右，相较于 2020 年增速基本持平。在公司收入规模逐渐扩大的背景下，我们认为此次激励计划彰显了公司管理层对于公司长期发展的信心。

投资建议：小幅调整销量、价格假设，维持归母净利润预测基本不变。预计 2021-2023 年，公司归母净利润 11.83/16.38/21.20 亿元，同比增长 44.8%/38.5%/29.4%。维持目标价 194.89 元及“买入”评级。

风险提示：地产调控严于预期，渠道拓展慢于预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5255.13	6737.03	8405.67	10491.47	13098.73
YoY (%)	36.37%	28.20%	24.77%	24.81%	24.85%
归母净利润(百万元)	439.32	817.20	1182.93	1638.06	2120.21
YoY (%)	155.23%	86.01%	44.75%	38.48%	29.43%
毛利率 (%)	39.82%	39.25%	40.20%	41.13%	41.16%
每股收益 (元)	1.37	2.54	3.68	5.09	6.59
ROE	14.31%	20.49%	24.05%	26.41%	26.96%
市盈率	128.16	68.90	47.60	34.37	26.55

资料来源: Wind, 华西证券研究所

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: 郁暲

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	6737.03	8405.67	10491.47	13098.73	净利润	868.95	1257.85	1741.80	2254.48
YoY (%)	28.20%	24.77%	24.81%	24.85%	折旧和摊销	125.11	98.27	103.30	113.43
营业成本	4092.43	5026.48	6176.54	7707.35	营运资金变动	-564.76	-561.66	-503.53	-607.92
营业税金及附加	49.80	62.13	77.55	96.82	经营活动现金流	500.77	877.33	1421.44	1854.86
销售费用	930.24	1126.36	1353.40	1637.34	资本开支	-304.26	-320.30	-317.30	-332.30
管理费用	299.66	353.04	419.66	497.75	投资	-22.64	0.00	0.00	0.00
财务费用	10.42	8.11	3.36	-4.37	投资活动现金流	-297.26	-322.16	-319.16	-334.16
资产减值损失	22.58	90.00	90.00	90.00	股权募资	1.80	0.00	0.00	0.00
投资收益	-2.50	-2.50	-2.50	-2.50	债务募资	104.84	0.00	0.00	0.00
营业利润	992.33	1404.00	1952.62	2551.97	筹资活动现金流	132.84	-272.26	-375.20	-479.54
营业外收支	-1.90	29.70	32.70	17.70	现金净流量	336.35	282.90	727.08	1041.16
利润总额	990.43	1433.70	1985.31	2569.67	主要财务指标				
所得税	121.48	175.85	243.51	315.18	成长能力 (%)				
净利润	868.95	1257.85	1741.80	2254.48	营业收入增长率	28.20%	24.77%	24.81%	24.85%
归属于母公司净利润	817.20	1182.93	1638.06	2120.21	净利润增长率	86.01%	44.75%	38.48%	29.43%
YoY (%)	86.01%	44.75%	38.48%	29.43%	盈利能力 (%)				
每股收益	2.54	3.68	5.09	6.59	毛利率	39.25%	40.20%	41.13%	41.16%
资产负债表 (百万元)					净利率	12.90%	14.96%	16.60%	17.21%
货币资金	1001.81	1284.72	2011.80	3052.96	总资产收益率 ROA	12.09%	14.62%	16.24%	16.72%
预付款项	66.23	66.23	66.23	66.23	净资产收益率 ROE	20.49%	24.05%	26.41%	26.96%
存货	1034.78	1270.96	1561.76	1948.83	偿债能力 (%)				
其他流动资产	3199.37	3852.36	4668.61	5688.91	流动比率	2.09	2.26	2.39	2.52
流动资产合计	5302.19	6474.27	8308.39	10756.93	速动比率	1.65	1.79	1.92	2.05
长期股权投资	141.23	141.23	141.23	141.23	现金比率	0.39	0.45	0.58	0.71
固定资产	845.29	810.35	926.56	1110.73	资产负债率	39.19%	36.78%	35.50%	34.54%
无形资产	270.63	244.93	219.24	193.54	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1457.22	1618.96	1775.65	1922.22	总资产周转率	1.16	1.13	1.15	1.15
资产合计	6759.42	8093.23	10084.05	12679.15	每股指标 (元)				
短期借款	43.47	43.47	43.47	43.47	每股收益	2.54	3.68	5.09	6.59
应付账款及票据	1560.32	1916.45	2354.93	2938.58	每股净资产	12.40	15.30	19.29	24.46
其他流动负债	936.16	907.55	1072.57	1288.37	每股经营现金流	1.56	2.73	4.42	5.77
流动负债合计	2539.95	2867.47	3470.97	4270.42	每股股利	0.30	0.80	1.10	1.43
长期借款	60.79	60.79	60.79	60.79	估值分析				
其他长期负债	48.32	48.32	48.32	48.32	PE	68.90	47.60	34.37	26.55
非流动负债合计	109.11	109.11	109.11	109.11	PB	11.61	11.45	9.08	7.16
负债合计	2649.06	2976.58	3580.08	4379.53					
股本	321.54	321.54	321.54	321.54					
少数股东权益	122.62	197.53	301.27	435.55					
股东权益合计	4110.35	5116.65	6503.96	8299.62					
负债和股东权益合计	6759.42	8093.23	10084.05	12679.15					

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。

郁暲：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。