

推荐（首次）

坚朗五金（002791）

风险评级：中风险

定位建筑配套件集成供应商，平台优势逐步凸显

2021年7月27日

分析师：陈伟光
SAC 执业证书编号：
S0340520060001
电话：0769-22110619
邮箱：
chenweiguang @dgzq.com.cn

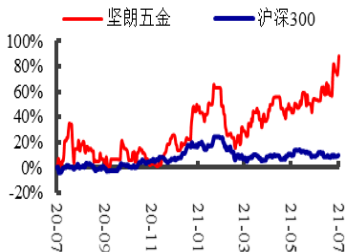
研究助理：邵梓朗
SAC 执业证书编号：
S0340119090032
电话：0769-22118627
邮箱：
shaozilang@dgzq.com.cn

研究助理：吕子炜
SAC 执业证书编号：
S0340120030035
电话：0769-23320059
邮箱：lvziwei@dgzq.com.cn

主要数据 2021年7月26日

收盘价(元)	218.92
总市值(亿元)	703.92
总股本(亿股)	321.54
流通股本(亿股)	240.68
ROE(TTM)	21.20%
12月最高价(元)	230.06
12月最低价(元)	113.48

股价走势



资料来源：wind，东莞证券研究所

- **定位建筑配套件集成供应商，解决客户一站式采购需求。**建筑配套件品类繁杂，单价较低，同时下游客户众多、订单分散。能快速响应客户各种需求，为其提供一站式采购服务，将能大幅提升效率，更好地赢得市场。另一方面，行业集中度低，是典型的“大行业，小公司”格局。行业持续整合将利好优质企业，助推行业龙头发展壮大。坚朗五金定位于建筑配套件集成供应商，初步形成了以建筑门窗幕墙五金为核心的建筑配套件集成供应商的战略布局。后续，随着品类扩张，销售规模及市场地位将进一步提升，支撑公司业绩持续较快的增长。
- **建筑配套件行业空间巨大，公司持续扩品类提升规模。**从公司当前核心产品——建筑门窗五金、门控五金、点支承玻璃幕墙构配件、不锈钢护栏构配件来看，市场规模超千亿。叠加其他建筑五金，以及公司持续拓展的产品品类，建筑配套件市场规模巨大。而按公司当前60多亿的年销售收入来看，公司具备充足的成长空间。
- **直营渠道布局+信息化管理系统搭建+直面客户服务，构筑竞争护城河。**公司从直营渠道布局、信息化管理系统搭建及直面客户服务三方面的巨大投入及积累，为企业打造竞争者难以复制的竞争护城河。
- **公司经营效率持续优化，股权激励助力成长加速。**从公司近期费用率下降可以看出，前期投入的渠道及信息化管理系统建设迎来了收获期。销售边际成本下降带来了利润率的提升，而未来通过品类拓展这一优势将持续深化。另外公司2021年实施股权激励计划，有效捆绑股东、公司及员工利益。通过制定考核目标，公司未来经营持续较快增长值得期待。
- **总结与投资建议。**坚朗五金以门窗幕墙五金生产及销售起家，逐步发展成目前A股上市公司中建筑配套件品类最多的集成供应商。公司定位建筑配套件集成供应商，通过直销渠道深度布局，搭建信息化管理系统，同时重视客户服务及需求，不断提升产品市场占有率，并构筑竞争护城河。公司持续扩展品类，在销售渠道及信息化管理系统共享之下，产品导入顺畅，将享受费用边际成本下降带来的利润率提升红利。对标海外优秀企业德国伍尔特，公司在产品品类扩张、销售规模提升、销售人员人均创收等方面均具备充足的提升空间。近期推出股权激励方案，健全长效激励机制；考核目标的制定也有效助力公司未来几年实现经营持续较快增长。预测公司21年-23年EPS分别为3.67元(+44.65%)/5.15元(+40.21%)/6.47元(+25.6%)，对应股价PE分别为60倍/42.5倍/34倍，首次覆盖，给与公司“推荐”投资评级。
- **风险提示。**房地产市场回落带来需求下降；新品扩充不达预期；大宗商品价格上升导致毛利率下降；市场份额提升低于预期。

目 录

1. 定位建筑配套件集成供应商，解决客户一站式采购需求.....	4
2. 建筑配套件行业空间巨大，公司持续扩品类提升规模.....	5
2.1 建筑配套件市场规模足够大.....	7
2.2 公司产品品类不断扩张.....	9
3. 直营渠道布局+信息化管理系统搭建+直面客户服务，构筑竞争护城河.....	10
3.1 直营销售网络搭建，构筑强大竞争优势.....	11
3.2 信息化管理系统搭建提升效益及管理边际.....	12
3.3 直面客户需求提供专业技术服务.....	12
4. 公司经营效率持续优化，股权激励助力成长加速.....	13
4.1 营收利润持续高增长.....	13
4.2 费用率下降带来盈利改善.....	14
4.3 持续增加研发投入，人均创收仍有上升空间.....	15
4.4 股权激励助力公司规模再上一台阶.....	16
5. 对标德国伍尔特，公司具备充足成长空间.....	16
6. 总结与投资建议.....	17
7. 风险提示.....	18

图 片

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：中国门窗行业企业规模及市场占有率.....	5
图 3：中国玻璃幕墙规模企业市场占有率 CR5.....	5
图 4：中国城镇化率变化情况.....	7
图 5：我国与发达经济体城镇化率对比.....	7
图 6：我国建筑总产值及增加值同比变化.....	8
图 7：我国房屋建筑竣工面积（万平方米）.....	8
图 8：公司各产品 2020 年营收占比.....	10
图 9：公司建筑五金产品产销率情况.....	10
图 10：坚朗云彩平台.....	10
图 11：公司直营销售模式.....	11
图 12：公司销售人员数量.....	11
图 13：公司销售联络点数量.....	11
图 14：公司营业收入增长.....	13
图 15：公司归母净利润增长.....	13
图 16：公司销售费用变化.....	14
图 17：公司三费率变化.....	14
图 18：公司 2016 -2020 年毛利率、净利率变化情况.....	14
图 19：公司研发投入金额.....	15
图 20：公司研发人员数量.....	15

图 21：销售人员人均创收	16
图 22：销售人员人均创利	16
图 23：伍尔特集团年度销售额（单位：亿欧元）	17
图 24：伍尔特集团年度经营业绩（单位：亿欧元）	17

表 格

表 1：公司主要产品类别及应用	6
表 2：建筑五金行业市场规模测算	8
表 3：公司旗下品牌墙	9
表 4：公司股权激励业绩考核目标	16
表 5：公司盈利预测（截至 2021/7/26，百万元）	18

1. 定位建筑配套件集成供应商，解决客户一站式采购需求

建筑配套件产品品类繁杂，单价较低，同时下游客户众多、订单分散。能快速响应客户各种需求，为其提供一站式采购服务，降低客户通过多个供应商采购的繁琐性将能大幅提升效率，更好地赢得市场。

另一方面，建筑配套件生产企业众多，良莠不齐，行业集中度低，是典型的“大行业，小公司”格局。行业持续整合将利好优质企业，助推行业龙头发展壮大。

同时，建筑配套件虽然在各类建材中起到辅助性作用，但对建材、家居产品的使用及功能的发挥起到不可划缺的作用。例如门窗虽然主要以型材、玻璃等构成，但门窗五金是门窗启闭过程中使用最为频繁的部件，与门窗的安全性、气密性、水密性、保温性、隔热性、隔音性等性能指标密切相关，对使用者体现及生活质量影响较大。而随着人们生活水平的提高，对于建筑配套件品牌、质量、设计外观、服务等要求不断提高；同时建筑安全、建筑节能、建筑装饰的发展，也将进一步推升行业向头部优秀企业集中。

坚朗五金创建于2003年，2016年3月成功在深交所中小板挂牌上市，系国内规模最大的门窗幕墙五金生产企业之一，主要从事中高端建筑门窗幕墙五金系统及金属构配件等相关产品的研发、生产和销售。公司围绕着建筑配套件集成供应的发展方向，以多品类产品满足顾客的综合需求，已形成了一站式的服务体系。目前，坚朗已拥有产品2万余种，海内外专利900多项；生产基地建筑面积超60万m²，员工总数超过13000人；在国内外设有600多个销售服务机构，产品远销100多个国家和地区。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

公司定位于建筑配套件集成供应商，以“研发+制造+服务”的全链条销售模式不断满足客户需求和市场变化。产品线已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

建筑配套件集成供应商的战略布局。

公司产品被广泛应用于国内外大型标志性建筑，其中包括：国家体育馆（鸟巢）、国家会议中心、梅兰芳大剧院、国家大剧院、上海世博中心、上海世博主题馆、广州新白云机场、深圳宝安国际机场、阿联酋哈利法塔（即世界第一高楼迪拜塔）、瑞典中央车站、卡塔尔国家银行和印度班加罗尔国际机场等。

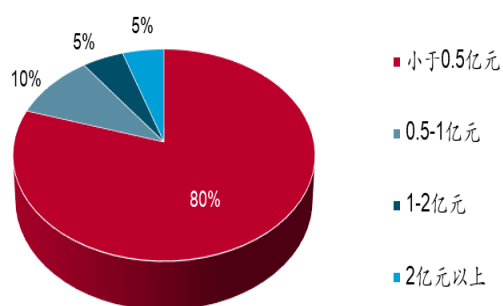
后续，随着公司产品品类不断扩张，销售规模及市场地位将进一步提升，支撑公司业绩持续较快的增长。

2. 建筑配套件行业空间巨大，公司持续扩品类提升规模

建筑配套件市场容量大，在城镇化建设及消费升级过程中带来持续稳定增长。但由于品类繁杂，市场集中度较低。

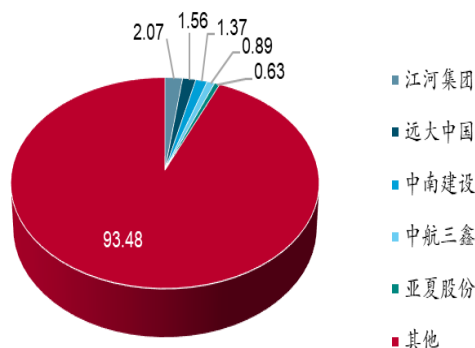
根据中国产业信息网，2018 年我国建筑门窗企业总数 3 万家以上，其中收入规模 2 亿元以上的企业约占 5%，0.5 亿元以下的企业约占 80%；幕墙五金行业 CR5 不到 7%，头部企业最高市占率 2.07%。随着人们生活水平提高以及劳动力成本上升，维护、修缮成本不断上涨，低劣易坏的低端五金产品所带来的更换、维护成本使得房地产企业、建筑施工单位、普通居民用户都更为关注五金产品的品质，市场将持续向头部优质企业聚拢。

图 2：中国门窗行业企业规模及市场占有率



数据来源：中国产业信息网，东莞证券研究所





图 3：中国玻璃幕墙规模企业市场占有率 CR5




数据来源：中国产业信息网，东莞证券研究所

从公司当前核心产品——建筑门窗五金、门控五金、点支承玻璃幕墙构配件、不锈钢护栏构配件来看，市场规模超千亿。叠加其他建筑五金，以及公司持续拓展的产品品类，建筑配套件市场规模巨大。而按公司当前 60 多亿的年销售收入来看，公司具备充足的成长空间。

表 1：公司主要产品类别及应用

主要产品	产品类别及应用	产品示例
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，以满足门窗整体性能的需要。组成门窗五金系统的具体五金件包括：传动机构用执手、旋压执手、双面执手、合页（铰链）、滑撑、撑挡（风撑）、插销、传动锁闭器、滑轮、多点锁闭器、限位器等。对门窗的安全性能、抗风压性能、气密性能、水密性能、保温性能、隔热性能、隔音性能、反复启闭耐久性能、启闭力指标起到重要作用。	
门控五金系统	门控五金系统主要是指安装在无框玻璃门等非型材门扇上的五金件的系统组合。组成门控五金系统的具体五金件包括：地弹簧、闭门器、门夹、门锁、推拉移门、拉手、推杠锁、电子锁、读卡器、驳接件以及一些辅助配件等。门控五金系统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。其以更加专业、整体的系统组合在整个项目的消防系统、逃生系统、门禁管理系统、安保系统中担负着重要的使命，成为现代公共建筑智能化化管理的重要执行部分。 门控五金系统主要用于商场、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。	
点支承玻璃幕墙构配件	点支承玻璃幕墙构配件指应用于点支承玻璃幕墙、采光顶、雨棚等点支承结构中的不锈钢金属构配件的总称，其具体产品包括：夹具、驳接头、驳接爪、转接件、拉索、拉杆、支撑杆等。此外，依托现有的产品设计、生产等综合实力，本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。点支承玻璃幕墙构配件广泛应用在现代大型商业及公共建筑的点支承玻璃结构中，如体育馆、会展中心、机场、火车站、写字楼、商场、酒店等。	
不锈钢护栏构配件	不锈钢护栏构配件是指应用在不锈钢护栏上的金属构配件的总称。本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。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。	

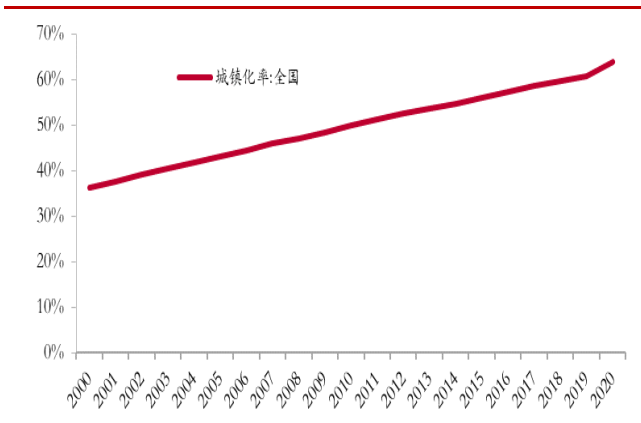
其他建筑五金	智能门锁、卫浴挂件、地漏、卫生间隔断配件、纸巾盒、残障人扶手等	
--------	---------------------------------	--

数据来源：公司官网，东莞证券研究所

2.1 建筑配套件市场规模足够大

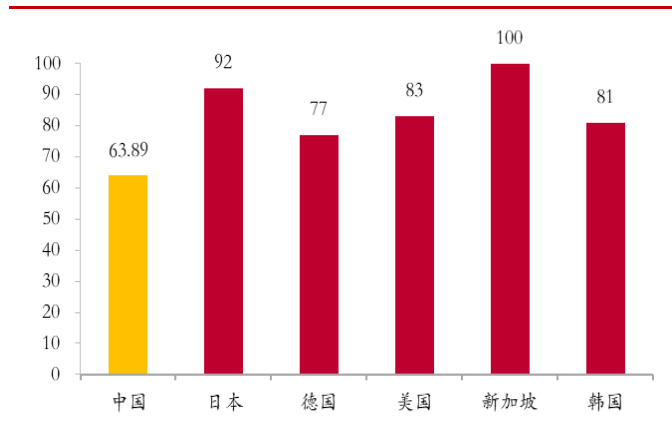
建筑配套件需求与开发建设、改造及消费升级密切相关。截止 2020 年末，我国城镇化率近 64%，但相比其他发达经济体还存在一定上升空间，支持老旧小区改造政策的实施，以及经济快速发展下带来大量工商业大厦翻新、节能改造需求等，都将推动建筑构配件市场的持续增长。

图 4：中国城镇化率变化情况



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 5：我国与发达经济体城镇化率对比



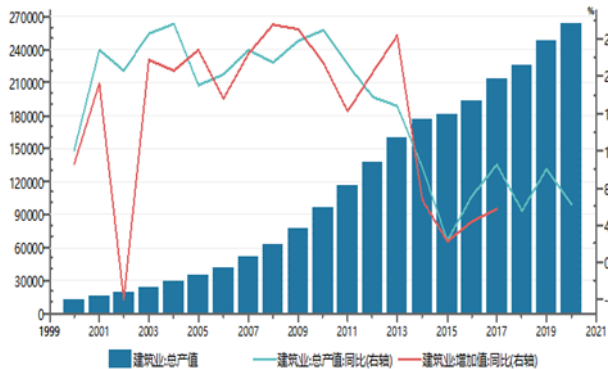
数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

建筑五金需求与房屋竣工面积，翻新需求等密切相关。从建筑门窗五金、门控五金、点支承玻璃幕墙构配件、不锈钢护栏构配件来看，市场规模超千亿。叠加其他建筑五金，以及公司持续拓展的产品品类，市场规模巨大，公司具备充足的成长空间。

按一般建筑物估算，门窗面积约为建筑面积的 25%。按全国房屋建筑竣工面积测算，近年每年约 40 亿平方米，配套门窗面积约 10 亿平方米。按目前约 1.5 平方米门窗用一套五金系统来测算，所需门窗五金 6.67 亿套。一套门窗系统均价约 60 元，则对应每年市场规模约 400 亿元。

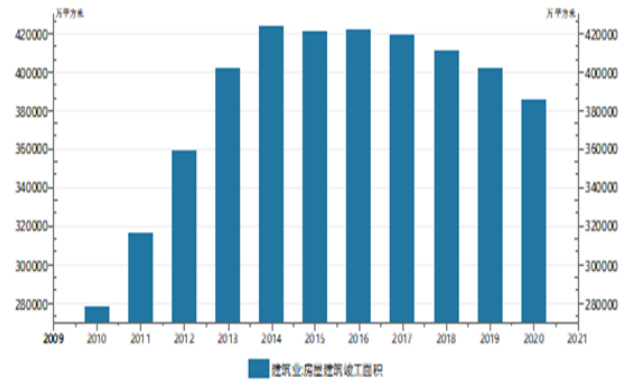
而一般国产门窗五金使用寿命约 10 年测算，2010 年房屋建筑竣工面积约 27.7 亿平方米，对应所需门窗五金 4.6 亿套，对应市场规模约 276 亿。

图 6：我国建筑总产值及增加值同比变化



数据来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 7：我国房屋建筑竣工面积（万平方米）



数据来源：wind 资讯，东莞证券研究所

在城镇化建设的带动下，门控五金产业也得到快速发展，市场需求旺盛。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。

点支承玻璃幕墙构配件的市场容量与建筑幕墙密切相关。国内建筑幕墙行业近年来发展迅速。而点支承玻璃幕墙占建筑幕墙产值的 10% 左右，其中点支承玻璃幕墙价值构成中金属构配件又占到 15% 左右。根据《建筑装饰行业“十三五”发展规划纲要》目标，2020 年中国建筑幕墙工程总产值突破 5000 亿元。由此测算点支承玻璃幕墙构配件市场规模约 75 亿。

根据中国房地产业协会，我国住宅建筑有 70% 以上会用到护栏，其中不锈钢材质的护栏占到 15%，按照一套住房配套 2800 元左右的不锈钢护栏估算，“十二五”期间，每年住宅建筑不锈钢护栏市场可达到 32 亿元。按照不锈钢护栏中金属构配件价值占比 50% 左右计算，住宅建筑中不锈钢护栏构配件的市场约有 16 亿元。

除了住宅建筑外，商业及公共建筑中不锈钢护栏构配件的市场容量更大。商业及公共建筑中有 90% 左右会用到护栏，其中又有 60% 左右会用到不锈钢材质，且呈不断扩大趋势。此外，商业及公共建筑的不锈钢护栏中采用了更多金属构配件，金属构配件的价值占比可达到 70%。保守估计，在“十二五”期间每年不锈钢护栏构配件的市场规模达到 34 亿元以上。

表 2：建筑五金行业市场规模测算

建筑配套件品类	市场规模测算
国内门窗五金	400 亿+276 亿
国内门控五金产值	290 亿
点支承玻璃幕墙构配件	75 亿
不锈钢护栏构配件	34 亿

合计	1075 亿
----	--------

数据来源：统计局，公司招股说明书，中国房地产业协会，东莞证券研究所

另一方面，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。

2.2 公司产品品类不断扩张

公司产品线丰富，涵盖门窗五金系统、门控五金系统、点支承玻璃幕墙构配件、不锈钢护栏构配件以及卫浴挂件、高档门锁等其他建筑五金产品，是目前为止国内 A 股上市公司中建筑配套件品类最多的集成供应商。同时经过多年品牌建设，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，具有较高的行业品牌形象和品牌优势。

表 3：公司旗下品牌墙

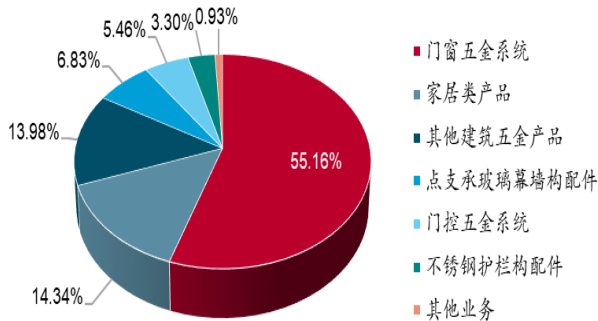
坚朗旗下品牌					
				...	
坚朗参股品牌					
					...
坚朗战略合作品牌					
			...		

数据来源：公司官网，东莞证券研究所

公司通过渠道下沉及信息化管理系统搭建，形成良好的销售网络，并大幅提升管理效率及能力。近年积极导入新产品，扩充集成配套产品线。公司在品类扩展上，选择生

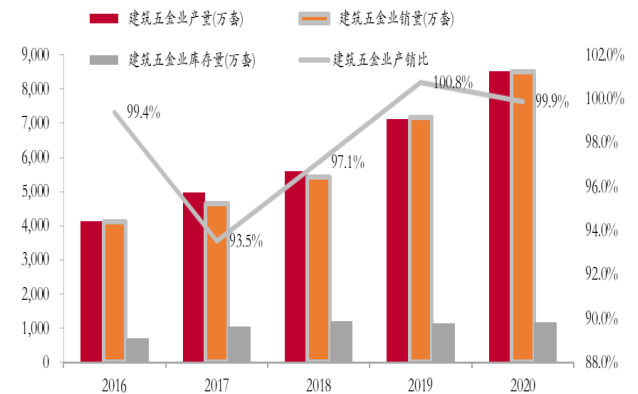
产、销售与现有模式存在互补和高度协同的品类和行业，进行关联产业的并购或战略合作。公司当前产品量达到 100 多个大类，未来继续扩大和延伸公司产品线，产品品类持续提升至 300-400 个，将公司打造成品类更丰富完善的建筑配套件集成供应商可期。

图 8：公司各产品 2020 年营收占比



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 9：公司建筑五金产品产销率情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 10：坚朗云彩平台



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

3. 直营渠道布局+信息化管理系统搭建+直面客户服务，构筑竞争护城河

建筑配套件品类繁多，在整个工程生命周期中采购频次较高，同时具有单价较低，导购及售后安装服务需求大等特点。公司从直营渠道布局、信息化管理系统搭建及直面

客户服务三方面的巨大投入及积累，为企业打造竞争者难以复制的竞争护城河。

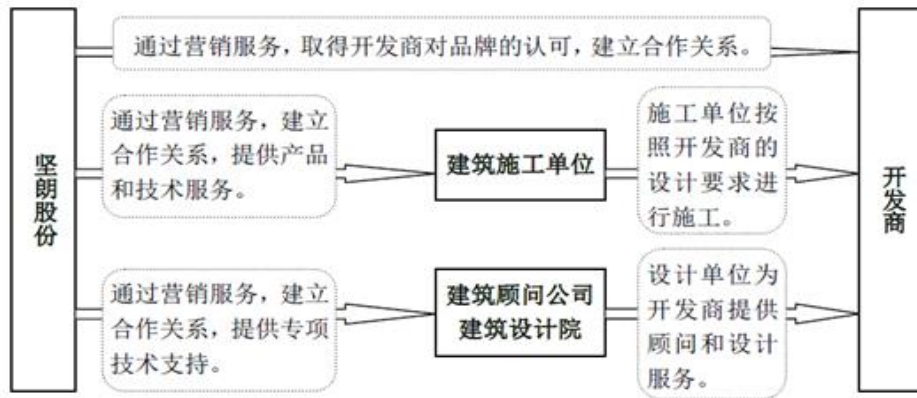
3.1 直营销销售网络搭建，构筑强大竞争优势

由于建筑五金市场分散，渠道建设对于五金企业的发展至关重要。目前，国内五金企业普遍采用有直销、经销及网络销售等多种形式。

而直销模式的优势非常明显，但渠道建设成本较高，企业管理难度较大。只有有实力的五金企业才会采取直销的销售模式。而一旦建设较完善的直营式销售网络，即能实现构筑自身强大的竞争护城河。

厂家直销模式主要通过自建销售渠道，直接将产品提供给客户，同时提供技术服务。这种模式更能够主动贴近市场需求，把握市场动态，提供更为专业的技术服务，有利于客户关系的维护。对于开发商或者施工单位而言，也比较倾向于直接向厂家采购，因为厂家直销的产品价格稳定、服务快捷，在各方面更有保障。

图 11：公司直营销销售模式



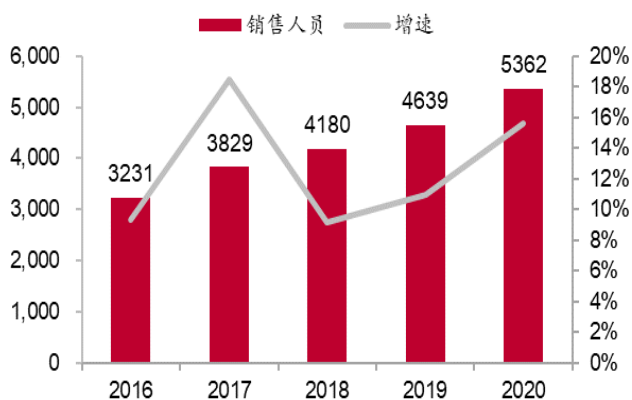
数据来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

公司多年来积极拓展销售渠道建设，目前国内外销售网点 600 多个。并大力完善上游供应商资源，建立合作共赢的供应链管理体系。同时通过合资控股以及推进信息化建设，加强与供应链的管理，建立质量有保证、成本有优势、响应速度快、合作能共赢的供应体系。而作为上市公司，利用资本市场优势，也能使公司成为建筑配套件行业的持续领导者。

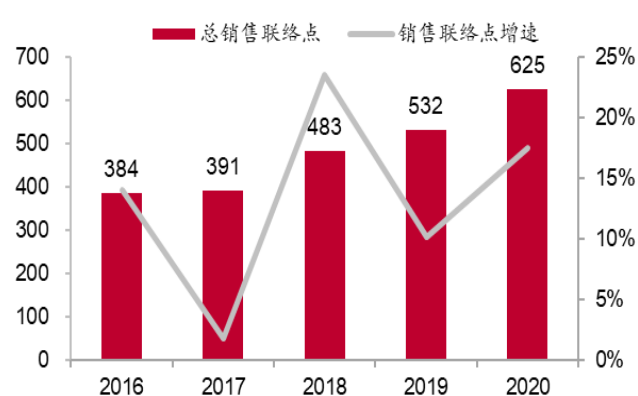
公司在 2016-2018 年集中进行渠道下沉，销售人员增长较快。从 2019 年开始，公司集中进行渠道下沉的阶段已经结束，开始进入有针对性的增加阶段；当前除西藏外所有的地级市都已覆盖，公司国内外销售网络点超 600 个，销售团队 5000 余人，未来还会根据实际情况继续向三四线城市下沉。

图 12：公司销售人员数量

图 13：公司销售联络点数量



数据来源：公司公告，东莞证券研究所



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

公司前期投入巨大建设的渠道及供应链资源，能对新品实现充分共享，通过品牌带动，迅速导入新产品的销售、推广及供应。另外集中渠道下沉阶段结束，随着新产品及销售规模扩大，公司费用率将持续改善，有助提升利润率，进一步巩固竞争优势。

3.2 信息化管理系统搭建提升效益及管理边际

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。

公司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。

近年也针对 B 端及 C 端引流客户开发了线上服务平台-坚朗云采，围绕“服务，支持，减负，增效”的目标，打造“线上线下一体化”的新型业务模式。对内以企业微信，对外以微信公众号/小程序等微信生态为移动平台，快速复制并推广给客户，涵盖 PC+移动的不同业务场景，满足不同客户的下单需要，提升客户的响应速度和下单效率。

公司投入巨大建设信息化系统管理平台，能大大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。实现更大程度地提升企业管理效率及管理边际能力，同时大幅满足客户一站式采购需求。为实现世界最大的建筑构配件集成供应商之一的战略目标打下基础。

3.3 直面客户需求提供专业技术服务

公司一直注重顾客的需求，坚持大力拓展自营渠道建设，目的是能直接面对客户，提供更符合客户需求的产品及技术服务。首先，建筑五金及建筑构配件生产企业众多，市场竞争激烈；同时市面上产品良莠不齐，在消费升级背景下，提供优质产品及技术服

务支持，才能更好地赢得更多层面的客户，提升市场占有率。同时加大直接面对客户，能更好地及时了解及挖掘客户需求，提升客户粘度，同时新产品的导入也将更顺畅。

当前国内建筑构配件市场基本上是 B 端客户，包括大中小开发商、各种专业分工施工企业，如装修公司、钢结构公司等。后续在品类拓展背景下，通过提供专业化技术支持及服务，通过单品爆品带来更多的 C 端客户的引流值得期待。

4. 公司经营效率持续优化，股权激励助力成长加速

从公司近期费用率下降可以看出，前期投入的渠道及信息化管理系统建设迎来了收获期。销售边际成本下降带来了利润率的提升，而未来通过品类拓展这一优势将持续深化。另外公司 2021 年实施股权激励计划，有效捆绑股东、公司及员工利益。通过制定考核目标，公司未来经营持续较快增长值得期待。

4.1 营收利润持续高增长

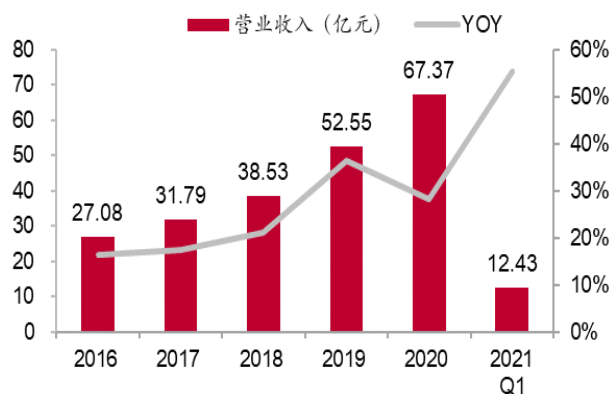
从公司近年经营情况来看，2016 年至 2020 年业绩均录得持续快速增长。2016 年-2020 年各年公司营业收入分别为 27.08 亿/31.79 亿/38.53 亿/52.55 亿及 67.37 亿，同比分别上升 16.39%/17.39%/21.22%/36.37%及 28.2%，业绩增速呈上升趋势，年复合增速为 25.6%。

各年净利润分别为 2.52 亿/1.93 亿/1.69 亿/4.39 亿及 8.69 亿，同比分别上升 19.31%/-23.49%/-12.28%/159.72%及 97.72%，年复合增速达 36.2%。归属母公司股东净利润分别为 2.53 亿/1.91 亿/1.72 亿/4.39 亿及 8.17 亿，同比分别上升 20.13%/-24.52%/-9.93%/155.23%及 86.01%，年复合增速为 34%。

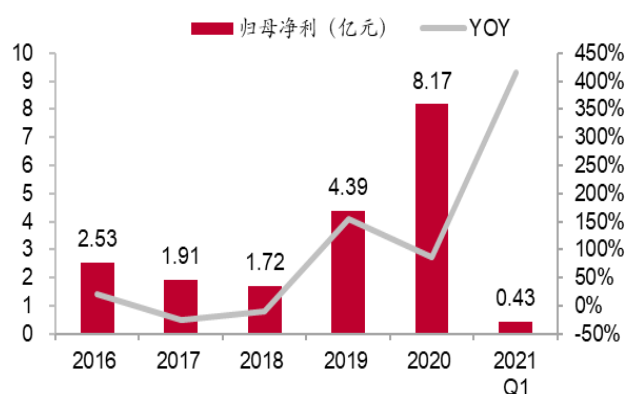
其中公司 2017 年及 2018 年出现营收增长但净利润及归属净利润负增长情况，主要由于公司加大渠道建设，导致费用上升。而随着集中式渠道下沉建设的完成，公司利用渠道优势，通过品牌带动，深入开拓扩大品类销售，实现业绩快速增长。2019 年及 2020 年可以见到公司净利润及归属净利润增速远高于营收增长，渠道优势凸显。而相信公司在渠道共享基础上，未来持续导入新产品，将能实现销售规模及效益的持续提升，深化公司竞争优势。

图 14：公司营业收入增长

图 15：公司归母净利润增长



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

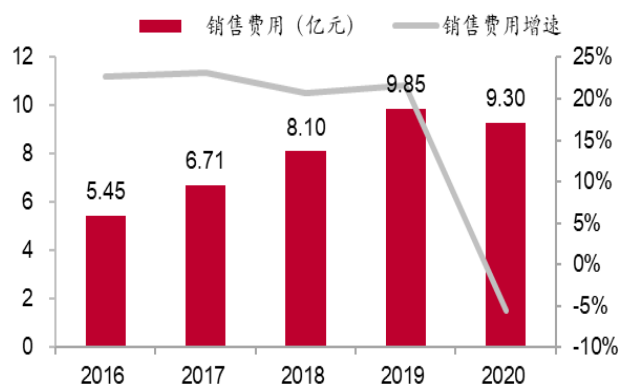


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

4.2 费用率下降带来盈利改善

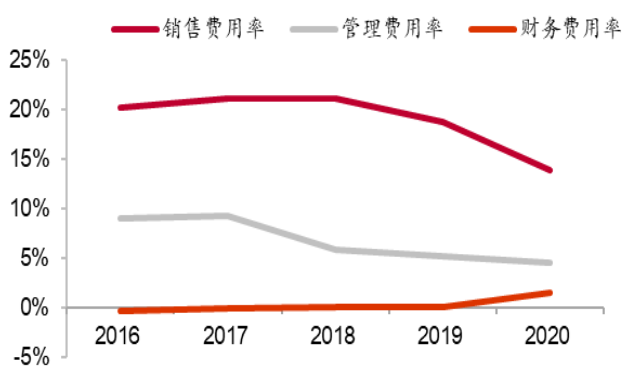
从费用情况来看，公司 2016 年至 2019 年销售费用分别为 5.45 亿/6.71 亿/8.1 亿及 9.85 亿，占营收比例分别为 20.13%/21.11%/21.02%及 18.74%，2020 年销售费用回落至 9.3 亿，同比 2019 年下降 5.58%，而销售费用率则下降至 13.8%，较 2019 年降低约 5 个百分点，相比 2018 年更是下降约 7.2 个百分点。同时，公司管理费用率也从 2016-2017 年的 9%左右的水平下降至 2020 年 4.45%的水平。费用率下降带来净利润增速高于营收增速。

图 16：公司销售费用变化



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

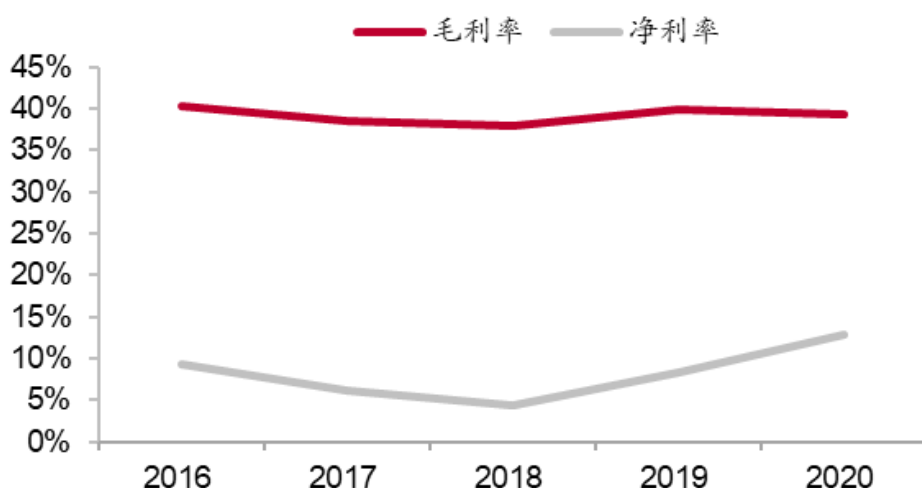
图 17：公司三费率变化



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

而从公司毛利率及净利润率也可以看出，在 2017 年及 2018 年经历下降以后，2019-2020 年利润率出现明显的修复。渠道及信息化系统搭建完成助力公司经营效益提升。而随着后续更多产品的扩展，费用进一步摊薄，利润率还存在上升空间。

图 18：公司 2016 -2020 年毛利率、净利率变化情况



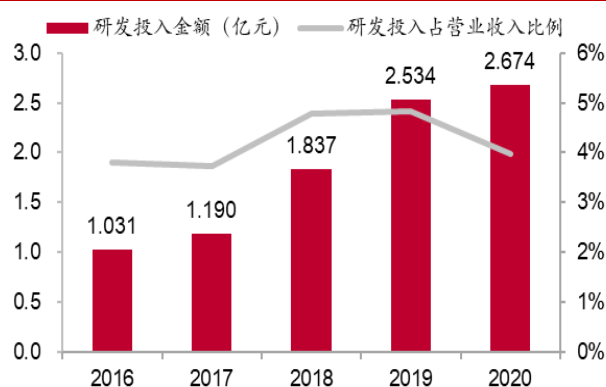
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

4.3 持续增加研发投入，人均创收仍有上升空间

研发投入上，公司也实现逐年提升，以增强产品竞争力。2016年至2020年公司每年研发费用分别为1亿/1.2亿/1.84亿/2.53亿/2.67亿/，五年内提升约2.6倍；研发费用率分别为3.8%/3.7%/4.78%/4.81%/3.96%。研发人员数量也从2016年的900人不到上升至2020年达1300多人。

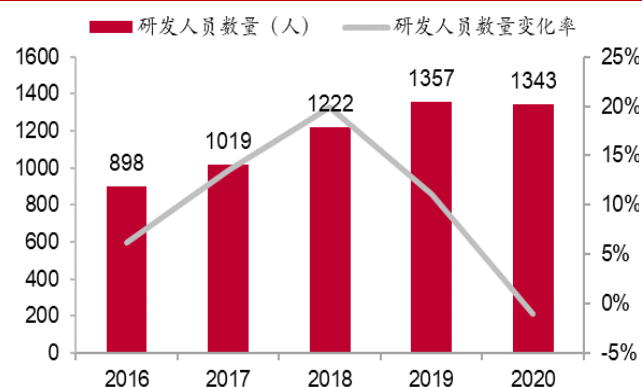
公司持续增加研发投入，用于提升节能环保性能、高端表面处理水平、结构设计多样化，满足门窗幕墙多种功能性需求、研发大跨度、非传统的点支承玻璃幕墙。并且持续加大对智能家居、综合管廊等新产品类别的研发投入，丰富产品线，围绕建筑五金的多元化，增强抗风险能力和提升盈利能力。持续的研发投入将对提升技术水平、提高客户满意度、扩大市场占有率起到积极作用。

图 19：公司研发投入金额



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 20：公司研发人员数量

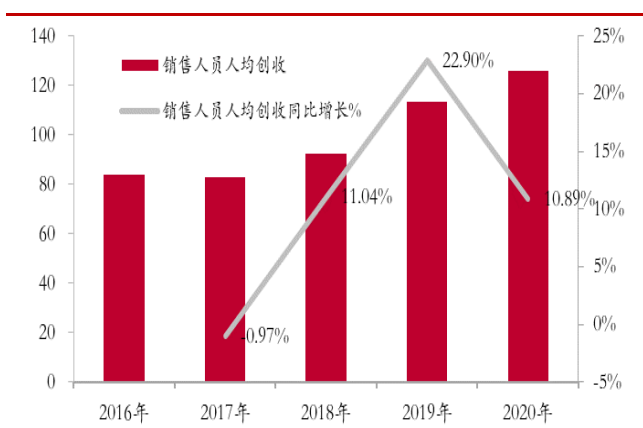


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

随着产品品类扩张及销售规模的提升，叠加信息化管理系统的协助，公司实现销售

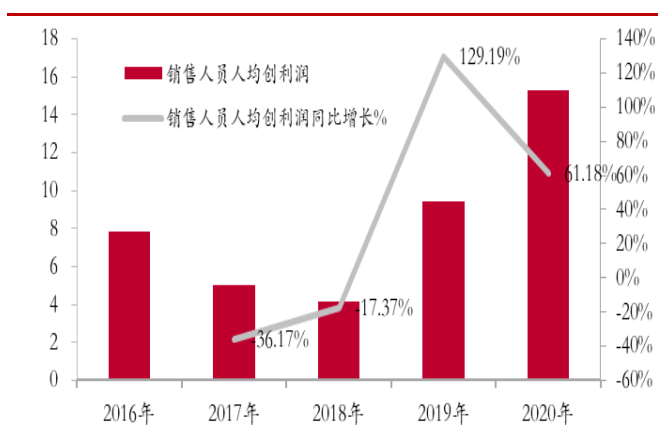
人员人均创收及人均创利的持续提升，进一步增加效益。2016年-2020年公司人均创收从83.8万提升至125.6万，人均创利则从7.8万上升至15.2万元，同时2019年及2020年增速明显高于前几年，凸显销售效率提升。后续随着产品持续导入，同时销售人员的增加，公司销售规模及人均创收进一步提升值得预期。而对比海外建筑构配件龙头企业，伍尔特2020年人均销售额达43.4万欧元。随着公司产品持续导入，管理及运营效率不断优化，人均销售仍具有充足提升空间。

图 21：销售人员人均创收



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 22：销售人员人均创利



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

4.4 股权激励助力公司规模再上一台阶

公司2021年拟实施股票期权激励计划，进一步建立健全公司长效激励机制，并能充分调动员工积极性，将股东、公司及员工利益有效结合在一起。通过考核目标的制定，公司未来几年经营实现持续较快增长，规模再上一台阶值得期待。考核目标设定以2020年营收为基准，2025年营收增长不低于225%，则营收规模超百亿。

表 4：公司股权激励业绩考核目标

行权安排	行权时间（自首次授予登记完成之日起）	行权比例	业绩考核目标（以2020年营业收入为基准）
第一个行权期	12-24个月	20%	2021年营业收入增长率不低于30%
第二个行权期	24-36个月	20%	2022年营业收入增长率不低于66.4%
第三个行权期	36-48个月	20%	2023年营业收入增长率不低于108%
第四个行权期	48-60个月	20%	2024年营业收入增长率不低于160%
第五个行权期	60-72个月	20%	2025年营业收入增长率不低于225%

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

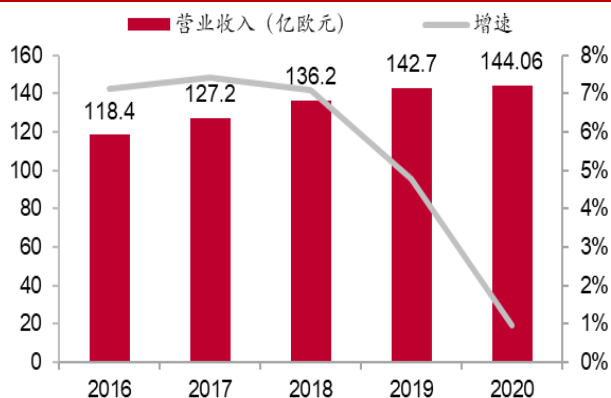
5. 对标德国伍尔特，公司具备充足成长空间

德国伍尔特集团 1945 年成立，专门从事各类紧固件、五金零配件、手工具、化工产品、电动气动工具等的销售，产品覆盖 DIN 德标、ISO 国际标准、EN 欧洲标准、GB 国标以及各类非标定制产品，产品品类达 400 多种。服务对象覆盖建筑业、汽车业等工业领域，被誉为“工业超市”。

伍尔特是全球最大的紧固件供应商之一，也是当今世界市场上组装和固定技术的领军者。集团在世界上 86 个国家拥有超过 400 家公司及近 8 万名员工，其中 3.3 万多名员工为长期销售代表。集团拥有数万种类别齐全的优质紧固件产品，和庞大的库存基础。

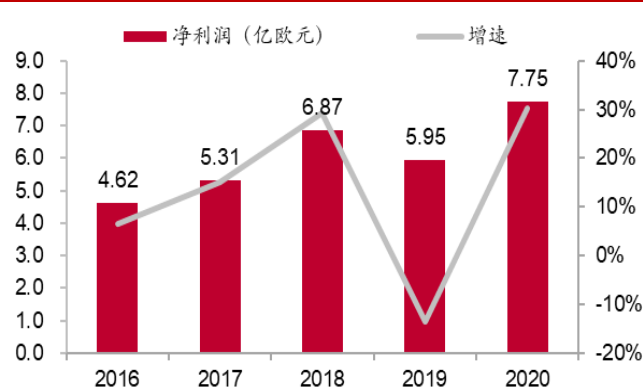
伍尔特集团在 2020 财年销售额达 144 亿欧元，经营业绩为 7.75 亿欧元，折合人民币约 1080 亿及 58 亿（按欧元兑人民币 1:7.5 计算，下同）。伍尔特集团全球有 33,176 名销售代表。从销售人员数量测算，集团人均销售额约 43.4 万欧元，折合人民币约 325 万。

图 23：伍尔特集团年度销售额（单位：亿欧元）



数据来源：公司年报，东莞证券研究所

图 24：伍尔特集团年度经营业绩（单位：亿欧元）



数据来源：公司年报，东莞证券研究所

坚朗五金当前产品品类约为伍尔特的 1/4，销售收入及净利润约为对方 6%和 14%，人均创收约为伍尔特的 38%，均具备充足提升空间。

6. 总结与投资建议

我们认为，坚朗五金以门窗幕墙五金生产及销售起家，逐步发展成涵盖门窗五金系统、门控五金系统、点支承玻璃幕墙构配件、不锈钢护栏构配件以及卫浴挂件、高档门锁等其他建筑五金产品，成为目前 A 股上市公司中建筑配套件品类最多的集成供应商。同时公司定位为建筑配套件集成供应商，通过直销渠道深度布局，搭建信息化管理系统，同时重视客户服务及需求，不断提升产品市场占有率，并构筑竞争护城河。公司持续扩展产品品类，在销售渠道及信息化管理系统共享之下，产品导入顺畅，将享受费用边际成本下降带来的利润率提升红利。

而对标海外优秀企业德国伍尔特，公司在产品品类扩张、销售规模提升、销售人员人均创收等方面均具备充足的提升空间。公司近期推出股权激励方案，健全长效激励机制；考核目标的制定也有效助力公司未来几年实现经营持续较快增长。

整体看，公司集成化经营带来持续较快成长值得期待。预测公司 21 年-23 年 EPS 分别为 3.67 元（+44.65%）/5.15 元（+40.21%）/6.47 元（+25.6%），对应股价 PE 分别为 60 倍/42.5 倍/34 倍，首次覆盖，给予公司“推荐”投资评级。

7. 风险提示

房地产市场回落带来需求下降；新品扩充不达预期；大宗商品价格上升导致毛利率下降；市场份额提升低于预期

表 5：公司盈利预测（截至 2021/7/26，百万元）

科目	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	6,737	8784	11,289	14225
营业成本	4,092	5,493	6,969	8,884
营业税金及附加	50	63	82	111
销售费用	930	1098	1355	1650
管理费用	300	430	550	670
财务费用	10	18	23	28
研发费用	267	351	429	498
公允价值变动净收益	1	0	0	0
投资净收益	(3)	0	0	0
营业利润	992	1401	1985	2521
加 营业外收入	5	6	5	5
减 营业外支出	7	8	7	8
利润总额	990	1399	1983	2518
减 所得税	121	143	202	257
净利润	869	1257	1781	2261
减 少数股东损益	52	75	125	181
归母公司所有者的净利润	817	1181	1656	2080
基本每股收益(元)	2.54	3.67	5.15	6.47

资料来源：wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn