

品类拓展强劲，现金流压力可控

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:	240.0/113.48
目标价格:	229.05	总市值(亿)	720.25
最新收盘价:	191.80	自由流通市值(亿)	350.42
		自由流通股数(百万)	156.44

事件概述。坚朗五金公布2021中报。2021H1，公司实现收入34.87亿元，同比增长34.25%，实现归母净利润3.79亿元，同比增长63.95%，对应Q2收入22.4亿元，同比增长24.83%，归母净利润3.36亿元，同比增长50.89%。

▶**品类拓展强劲，收入保持高增速。**公司业绩位于业绩预告中值附近，基本符合预期。2020H1公司受疫情影响总体有限，收入同比增长24.4%，2021H1公司在2020H1较高的基数上继续同比增长34.3%，体现公司品类拓展强劲，判断收入增速主要来自于销量增长，价格总体保持稳定。分产品品类来看，门窗五金收入同比增长24.3%至18.0亿元，而其余过往规模相对较小的家居类五金、点支承五金、门控五金及不锈钢护栏五金同比增速40%-55%不等，体现细分品类市场竞争力进一步增强。以坚朗海贝斯为例，根据中报披露2021H1实现收入1.9亿元，同比增长40%左右，智能锁业务竞争力继续升级。

▶**规模效应继续体现。**随着规模扩大，规模效应提升，公司部分细分品类盈利能力继续上升。以海贝斯为例，2021H1净利润3923万元，净利率20.7%，较2020H1同比提升9个百分点以上。此外，2021H1，公司年化存货周转率同比提升28%至3.7，体现随着规模效应上升，公司过往部分相对低频产品能够更加有效的生产及运输，有助于增强客户粘性。

▶**金属价格上升毛利率承压，费用率及有效税率降低助力利润增长。**由于2021H1主要金属价格及其他原材料价格同比上升，公司成本端压力上升，五金产品可比口径下毛利率同比降低2.66个百分点。但由于规模效应持续体现，公司Q2管理/研发费用率同比分别降低0.3/0.6个百分点，此外由于递延所得税同比增加，公司有效税率同比下降，费用率及有效税率的下降是公司业绩增速仍然超过收入增速的主要原因。

▶**现金流压力可控。**2021H1，公司收现比同比降低10个百分点左右至76%，我们判断主要是因为公司收款结构有所改变，票据结算比例有所增加。2021H1，公司年化应付账款周转率4.16，体现随着规模上升，公司能够更好的将现金流风险转移给上游，经营净现金流流出占营业收入比重15.7%，略高于2021H1但低于2017-2019同期水平，体现现金流压力总体可控。

▶**良性循环仍将继续，未来有望成长为平台型公司。**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，且在产品带入场景增加后，公司有望成长为平台型的建材企业。2021H1公司公告激励计划，对应未来五年年收入增速目标26.6%左右，体现管理层对于公司长期发展的信心。

投资建议

上调销量、成本假设，对应上调2021-2023年收入预测6.7%/6.7%/6.7%至89.6/111.9/139.7亿元，维持净利润预测基本不变，预计2021-2023年归母净利润预测11.8/16.4/21.2亿元，同比增长44.8%/38.4%/29.4%。公司2020H2成长性兑现以来，总体维持60x TTM以上PE估值，参考同样市场空间大、市占率提升及品类拓展逻辑清晰的建材企业三棵树（动态70x PE），同时考虑到公司规模效应继续显现，且品类扩张加速，给予公司2022年45x PE估值，提升目标价至229.05元（原：194.89元），维持“买入”评级。

风险提示

需求不及预期，成本高于预期，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	8961.00	11185.63	13966.42
YoY (%)	36.37%	28.20%	33.01%	24.83%	24.86%
归母净利润(百万元)	439.32	817.20	1183.19	1637.80	2119.72
YoY (%)	155.23%	86.01%	44.79%	38.42%	29.43%
毛利率 (%)	39.82%	39.25%	38.42%	39.37%	39.40%
每股收益 (元)	1.37	2.54	3.68	5.09	6.59
ROE	14.31%	20.49%	24.05%	26.40%	26.96%
市盈率	163.95	88.14	60.87	43.98	33.98

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

分析师: 郁暲

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521050001

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	6737.03	8961.00	11185.63	13966.42	净利润	868.95	1232.49	1706.04	2208.04
YoY (%)	28.20%	33.01%	24.83%	24.86%	折旧和摊销	125.11	98.27	103.30	113.43
营业成本	4092.43	5518.25	6782.02	8464.21	营运资金变动	-564.76	-652.95	-528.48	-636.98
营业税金及附加	49.80	66.24	82.68	103.24	经营活动现金流	500.77	671.39	1274.43	1693.06
销售费用	930.24	1182.85	1442.95	1759.77	资本开支	-304.26	-321.00	-321.00	-336.00
管理费用	299.66	376.36	447.43	530.72	投资	-22.64	0.00	0.00	0.00
财务费用	10.42	9.09	5.74	-1.06	投资活动现金流	-297.26	-322.86	-322.86	-337.86
资产减值损失	22.58	0.00	0.00	0.00	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	1355.82	1887.90	2466.95	筹资活动现金流	132.84	-272.32	-375.14	-479.43
营业外收支	-1.90	29.00	29.00	14.00	现金净流量	336.35	76.21	576.43	875.77
利润总额	990.43	1384.82	1916.90	2480.95					
所得税	121.48	152.33	210.86	272.90	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	868.95	1232.49	1706.04	2208.04	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	817.20	1183.19	1637.80	2119.72	营业收入增长率	28.20%	33.01%	24.83%	24.86%
YoY (%)	86.01%	44.79%	38.42%	29.43%	净利润增长率	86.01%	44.79%	38.42%	29.43%
每股收益	2.54	3.68	5.09	6.59	盈利能力 (%)				
					毛利率	39.25%	38.42%	39.37%	39.40%
					净利率	12.90%	13.75%	15.25%	15.81%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	12.09%	14.22%	15.85%	16.36%
货币资金	1001.81	1078.02	1654.45	2530.21	净资产收益率 ROE	20.49%	24.05%	26.40%	26.96%
预付款项	66.23	66.23	66.23	66.23	偿债能力 (%)				
存货	1034.78	1395.31	1714.86	2140.20	流动比率	2.09	2.12	2.22	2.31
其他流动资产	3199.37	4069.68	4940.25	6028.47	速动比率	1.65	1.65	1.74	1.84
流动资产合计	5302.19	6609.24	8375.79	10765.11	现金比率	0.39	0.35	0.44	0.54
长期股权投资	141.23	141.23	141.23	141.23	资产负债率	39.19%	38.79%	37.64%	36.78%
固定资产	845.29	810.35	926.56	1110.73	经营效率 (%)				
无形资产	270.63	244.93	219.24	193.54	总资产周转率	1.16	1.19	1.20	1.20
非流动资产合计	1457.22	1708.96	1955.65	2192.22	每股指标 (元)				
资产合计	6759.42	8318.19	10331.44	12957.34	每股收益	2.54	3.68	5.09	6.59
短期借款	43.47	43.47	43.47	43.47	每股净资产	12.40	15.30	19.29	24.46
应付账款及票据	1560.32	2103.94	2585.78	3227.15	每股经营现金流	1.56	2.09	3.96	5.27
其他流动负债	936.16	970.43	1150.23	1385.44	每股股利	0.30	0.80	1.10	1.43
流动负债合计	2539.95	3117.84	3779.48	4656.06	估值分析				
长期借款	60.79	60.79	60.79	60.79	PE	88.14	60.87	43.98	33.98
其他长期负债	48.32	48.32	48.32	48.32	PB	11.61	14.64	11.61	9.16
非流动负债合计	109.11	109.11	109.11	109.11					
负债合计	2649.06	3226.95	3888.59	4765.17					
股本	321.54	321.54	321.54	321.54					
少数股东权益	122.62	171.92	240.16	328.48					
股东权益合计	4110.35	5091.24	6442.85	8192.16					
负债和股东权益合计	6759.42	8318.19	10331.44	12957.34					

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员。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。