



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES

2021-08-20

公司深度报告

买入/首次

坚朗五金(002791)

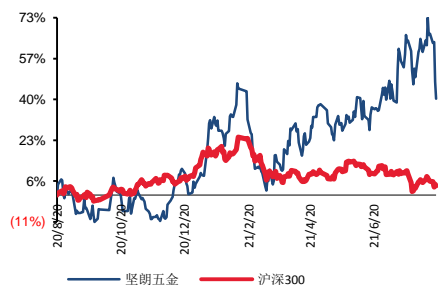
目标价: 251.54

昨收盘: 189.10

工业 资本货物

## 由简入繁难，由繁入简易

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	322/161
总市值/流通(百万元)	61,671/30,839
12 个月最高/最低(元)	237.81/122.29

### 相关研究报告:

证券分析师: 丁士涛

电话: 010-88320591

E-MAIL: dingst@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190521080001

### 报告摘要

- **建筑五金龙头，战略定位清晰。**公司定位于建筑配套件集成供应商，在巩固传统门窗五金和点支承配件的基础上，扩大智能家居等产品。随着渠道下沉结束和集约化模式推进，近两年公司收入和利润增速加快。2021 年 H1 公司归母净利润 3.79 亿元，同比增长 64%。
- **五金行业市场空间大，集中度加速提升。**建筑五金产品众多，市场空间超过千亿元。在全屋装修、地产集中度提升、竣工加速修复、存量房改造的带动下，行业集中度有望进一步提升。公司作为行业龙头，在门窗五金、点之承玻璃幕墙构配件、智能门锁市场的市占率仅为 6%、6%、3%，龙头有望充分受益于集中度提升。
- **渠道下沉结束，销售费用率回落。**公司下游客户为建筑施工单位，B 端客户对产品和服务的要求高于 C 端。公司选择了最繁杂的直销模式，形成了除西藏外的全国化布局。随着渠道布局的完成，销售费用率从 2019 年开始下降，费用率的下降使得利润增长更具持续性。
- **信息系统建设，整合上下游。**公司信息系统建设从 2005 年开始，建立了以客户需求为导向，并解决行业中高离散、品类众多等问题的平台。借助于云采平台，可以实现标品线上下单，提高人均产值。
- **对标海外企业，人均创收有望增长。**2020 年公司销售人工创收 126 万元，仅为伍尔特的一半。公司在壁垒低的五金行业构建了自身的护城河，随着战略推进，人均创收仍有增长空间。
- **投资建议与估值：**预计公司 2021-2023 年 EPS 3.72/5.45/7.67 元，对应 PE 52/35/25 倍。由于公司处于快速成长期，我们采用 PEG 估值法，参考可比公司 2022 年平均 PEG 1.04 和公司利润复合增速 44%，给予公司目标价 251.54 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险因素：**地产和基建投资下行；回款风险；电力紧张；疫情反复。
- **盈利预测和财务指标：**

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6737.03	8892.00	11671.72	14994.67
(+/-%)	0.28	0.32	0.31	0.28
净利润(百万元)	817.20	1195.73	1753.63	2465.63
(+/-%)	0.86	0.46	0.47	0.41
摊薄每股收益(元)	2.54	3.72	5.45	7.67
市盈率(PE)	56.69	50.85	34.67	24.66

资料来源: Wind, 太平洋证券

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、 公司情况：建筑配套件集成供应商 .....	4
(一) 公司战略定位清晰 .....	4
(二) 实际控制人行业经验丰富 .....	5
(三) 集成化模式带动收入和利润增长 .....	5
(四) 品类扩展推进顺利 .....	6
二、 行业情况：龙头受益于集中度提升和需求向好 .....	7
(一) 五金行业市场空间巨大 .....	7
(二) 行业集中度有望快速提升 .....	9
(三) 竣工需求和存量房装修提振需求 .....	10
三、 推荐逻辑：护城河构建完成，人均创收提升在即 .....	12
(一) 品牌知名度高，为集采创造条件 .....	12
(二) 渠道下沉结束，销售费用率迎来拐点 .....	13
(三) 信息系统布局构筑护城河 .....	15
(四) 设计研发能力强 .....	15
(五) 强大的供货和安装服务能力 .....	16
(六) 对标海外公司，人均效能仍有提升空间 .....	17
四、 盈利预测及估值 .....	20
(一) 基本假设 .....	20
(二) 估值及投资建议 .....	21
五、 风险提示 .....	21

## 图表目录

图表 1: 公司成立于 03 年 .....	4
图表 2: 公司主要产品涵盖门窗、门控等五金产品 .....	4
图表 3: 白宝鲲为公司实际控制人 .....	5
图表 4: 19-20 年公司收入增速加快 .....	5
图表 5: 19-20 年公司利润增速加快 .....	5
图表 6: 外购零配件是主要的成本构成 .....	6
图表 7: 公司毛利率相对稳定 .....	6
图表 8: 19 年管理和销售费用率出现拐点 .....	6
图表 9: 传统五金产品收入占比下滑 .....	7
图表 10: 20 年海外业务快速增长 .....	7
图表 11: 门窗五金市场规模 637 亿元 .....	8
图表 12: 智能锁具产量大幅增长 .....	8
图表 13: 中国智能锁具渗透率低 .....	8
图表 14: 20 年全屋装修数量回落 .....	9
图表 15: 20 年全屋装修渗透率回落 .....	9
图表 16: 前十大企业首选率持续提升 .....	10
图表 17: 头部地产市占率提升 (按金额) .....	10
图表 18: 头部地产市占率提升 (按面积) .....	10
图表 19: 18-19 年新开工竣工剪刀差明显 .....	11
图表 20: 20 年 10 月地产竣工增速回升 .....	11
图表 21: 房企建筑工程投资增速回升 .....	11
图表 22: 浮法玻璃库存持续下滑 .....	11
图表 23: 08-12 年地产新开工和竣工增速处于高位 .....	12
图表 24: 改造性住宅装饰需求占比 34% .....	12
图表 25: 公司产品广泛应用于国内外大型建筑 .....	13
图表 26: 公司销售人员数量持续增加 .....	13
图表 27: 公司销售网点数量持续增加 .....	13
图表 28: 公司国内网络布局基本完成 .....	14
图表 29: 国外网络布局集中在东南亚 .....	14
图表 30: 职工薪酬是销售费用的主要构成 .....	14
图表 31: 云采平台为销售人员减负 .....	15
图表 32: 公司实验中心获得国家实验室认可 .....	16
图表 33: 公司研发人员占比约 10% .....	16
图表 34: 公司研发支出占比约 4% .....	16
图表 35: 坚朗五金人均效能低于伍尔特 .....	17
图表 36: 伍尔特的工业五金创收最高 .....	17
图表 37: 并购对亚萨合莱收入增长至关重要 .....	18
图表 38: 坚朗五金旗下品牌众多 .....	19
图表 39: 坚朗五金参股品牌众多 .....	19
图表 40: 坚朗五金合作品牌众多 .....	19
图表 41: 未来三年公司主要产品销量和毛利率假设 .....	20
图表 42: 可比公司估值情况 .....	21

## 一、 公司情况：建筑配套件集成供应商

### (一) 公司战略定位清晰

广东坚朗五金制品股份有限公司（简称：坚朗五金）成立于2003年6月，公司于2011年4月完成股份制改造，并于2016年3月在中小板上市。公司主要从事中高端建筑五金系统及建筑构配件等产品的研发、生产和销售，是国内规模最大的门窗幕墙五金企业之一。

图表 1：公司成立于 03 年



资料来源：公司网站，太平洋研究院整理

公司定位于建筑配套件集成供应商，在巩固传统门窗五金及点支承玻璃幕墙构配件产品领先的基础上，利用销售渠道的共享，不断扩大门控五金、智能家居等市场。

图表 2：公司主要产品涵盖门窗、门控等五金产品

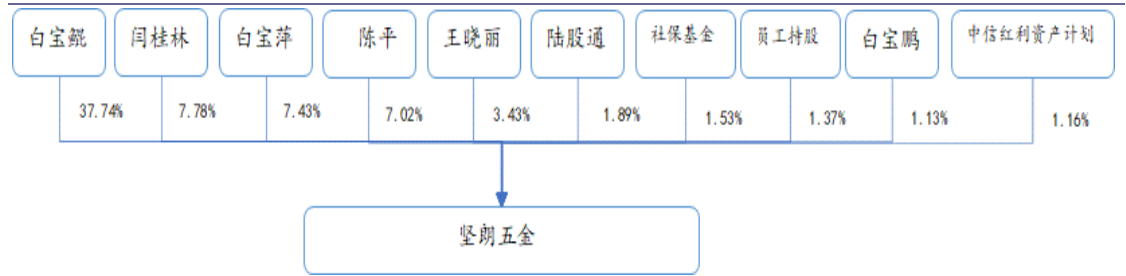
产品类别	产品作用	主要产品
门窗五金系统	安装在门窗型材专用标准结构上的五金件的系统组合，以满足门窗整体性能的需要	传动机构用执手、旋压执手、双面执手、合页（铰链）、滑撑、撑挡（风撑）、插销、传动锁闭器、滑轮、多点锁闭器、限位器等
门控五金系统	安装在无框玻璃门等非型材门扇上的五金件的系统组合，是伴随着门扇功能的延伸而发展起来的	地弹簧、闭门器、门夹、门锁、推拉移门、拉手、推杠锁、电子锁、读卡器、驳接件以及一些辅助配件等
点支承玻璃幕墙构配件	应用于点支承玻璃幕墙、采光顶、雨棚等点支承结构中的不锈钢金属构配件	夹具、驳接头、驳接爪、转接件、拉索、拉杆、支撑杆等
不锈钢护栏构配件	应用在不锈钢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	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
其他五金产品	为满足部分客户对产品一体化供应的需求	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

资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

## (二) 实际控制人行业经验丰富

公司第一大股东和实际控制人均为白宝鲲先生，持股比例为 37.74%。前十大股东中，白宝萍、陈平、白宝鹏与实际控制人有亲属关系，以上四人合计持股比例为 53.32%。白宝鲲先生在建筑五金行业经验丰富，是《中国金属结构》编委会委员、全国建筑幕墙门窗标准化技术委员会委员。

图表 3：白宝鲲为公司实际控制人



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

## (三) 集成化模式带动收入和利润增长

2012 年以来，公司营业收入稳定增长，2012-2020 年营收 CAGR=22%。从利润情况看，由于前期渠道下沉导致销售费用增加，公司净利润在 2019 年之前停滞不前。2019 年开始，随着公司大规模渠道下沉结束和集成化模式的推进，收入增速明显加快，利润增速加快的迹象更为明显。2019-2020 年公司收入增速 36%/28%，净利润增速 160%/98%，2012-2020 年净利润 CAGR=24%。根据公司发布的 2021 年半年报，收入增速 34%、净利润增速 64%，收入和利润保持快速增长。

图表 4：19-20 年公司收入增速加快



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

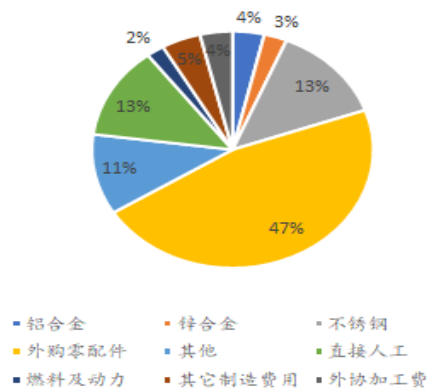
图表 5：19-20 年公司利润增速加快



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

从公司成本构成看，直接材料在成本占比约 77%，所需的直接材料包括铝合金、锌合金、不锈钢等。对于标准化且供给充足的配件，公司直接在市场中采购。

图表 6：外购零配件是主要的成本构成

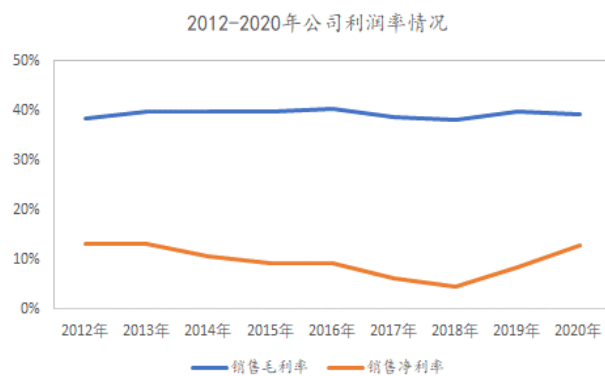


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

公司产品采用毛利率定价法，其中：标准件每年统一定价，原材料大幅波动时进行相应调整；定制类产品每个订单单独询价，可以对原材料价格波动传导。因此，公司毛利率相对稳定，2012-2020 年公司毛利率在 38%-41% 区间内波动。在 2020-2021 年原材料价格大幅上涨的情况下，公司毛利率整体稳定。

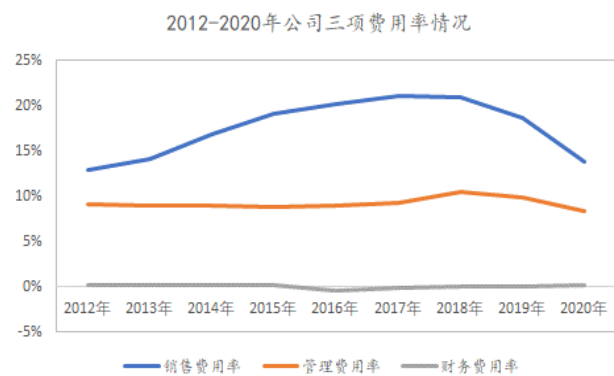
由于五金产品多品类、多客户、多订单、低价值，公司将主要精力放在渠道布局和信息系统建设，导致公司在 2019 年之前出现增收不增利的情况。2012-2018 年公司的管理费用率从 9.1% 增至 10.57%，销售费用率从 12.99% 增至 21.01%。随着渠道下沉和信息系统布局的完成，公司的管理费用率和销售费用率从 2019 年开始下降，并带动净利润率的回升。

图表 7：公司毛利率相对稳定



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：19 年管理和销售费用率出现拐点



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

#### (四) 品类扩展推进顺利

分产品看，门窗五金是公司主要的收入来源，2020 年门窗五金收入占比 55%，公司另一传统产品点之承玻璃幕墙配件收入占比 7%。门窗五金一直是公司主要的收入来源，由于公司进行品类扩张，门窗五金收入占比从 2012 年 67% 下降至 2020 年 55%。

2017年开始,公司将家居类产品从其他建筑五金产品中分拆。2020年家居产品收入占比14%,为公司第二大收入来源。虽然公司将家居类产品单独列示,但是并未影响其他建筑五金产品收入的快速增长。2020年其他建筑五金产品收入9.42亿元,收入占比14%,占比持续扩大,公司品类扩展战略推进顺利。

分地域看,公司主要的收入来源为国内市场,2020年国内收入占比89%。由于国内大规模基建和地产建设周期基本结束,公司一直积极开拓海外市场。虽然2020年全球疫情爆发,但是公司海外收入仍实现45%增长。目前,公司已在印度、越南、印尼、马来西亚、墨西哥、阿联酋等国家设立子公司,并配有12个海外备货仓。我们认为,待海外疫情缓解后,公司海外业务有望发力。

图表 9: 传统五金产品收入占比下滑



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 10: 20年海外业务快速增长



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

## 二、行业情况：龙头受益于集中度提升和需求向好

### (一) 五金行业市场空间巨大

五金产品作为日常生活和工业生产中使用的辅助性、配件性制成品,用途广泛且市场容量大。按照产品用途,可分为:建筑五金、工具五金、日用五金和燃气灶具等。在建筑五金中,可分为:门窗五金、门控五金、点支承玻璃幕墙构配件、不锈钢护栏构配件和水暖五金等,我们测算建筑五金的市场规模超过千亿元。

#### ■ 门窗五金市场需求 637 亿元

不同建筑物的门窗面积与建筑面积的比例有所不同。我们假设,门窗面积约为建筑面积的25%,1.5平方米门窗使用一套五金系统。2020年全国房屋建筑竣工面积39亿平方米,我们测算,新房市场的需求434亿元。

2000 年以来全国房屋建筑竣工总面积 570 亿平方米，按照 25% 的门窗面积计算，全国有 143 亿平方米的存量门窗更新市场。我们假设，国产门窗使用寿命为 15 年，平均每年需要更新的门窗面积约 9.5 亿平方米，存量市场的需求 203 亿元。

图表 11：门窗五金市场规模 637 亿元

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
新房市场							
房屋竣工面积（亿平方米）	42	42	42	42	41	40	39
门窗面积（亿平方米）	11	11	11	11	10	10	10
所需五金套数（亿套）	7	7	7	7	7	7	6
产品售价（元/套）	60	58	60	62	64	66	68
市场空间（亿元）	421	409	423	433	437	440	434
存量房市场							
房屋竣工面积（亿平方米）	7	8	10	12	15	16	18
门窗面积（亿平方米）	2	2	2	3	4	4	5
所需五金套数（亿套）	1	1	2	2	2	3	3
产品售价（元/套）	60	58	60	62	64	66	68
市场空间（亿元）	74	79	98	127	156	174	203

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

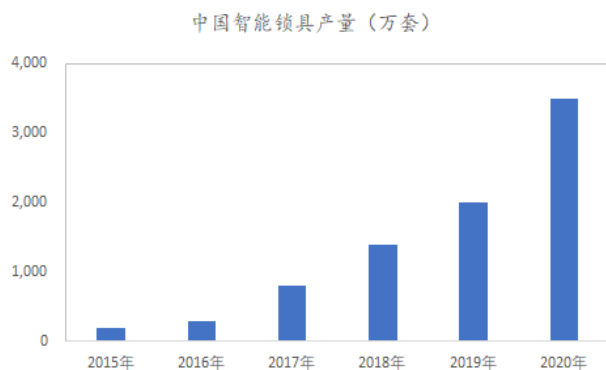
### ■ 点支承玻璃幕墙构配件市场需求 74 亿元

点支承玻璃幕墙是建筑幕墙中重要组成部分。我们假设，点支承玻璃幕墙在建筑幕墙产值占比 10%，金属构配件在点支承玻璃幕墙价值中占比 15%。按照 2020 年我国建筑幕墙行业产值 4,900 亿元计算，对应市场需求 74 亿元。

### ■ 智能门锁市场需求 350 亿元

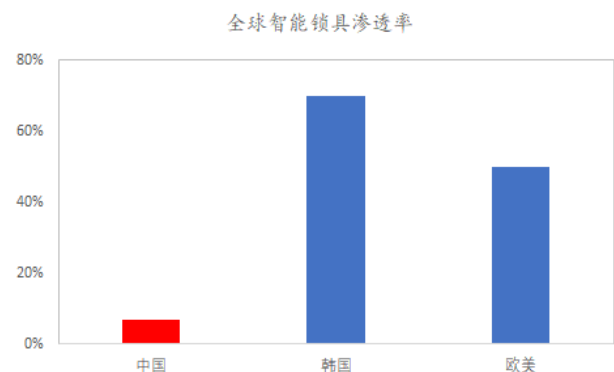
智能门锁是智能家居服务群的关键入口。根据全国制锁行业信息中心的数据，2015 年全国智能锁的需求量约 200 万套，2020 年增至约 3,500 万套。价格方面，智能门锁的价格大多在 1,000-5,000 元区间。我们按照最低价 1,000 元销售价格计算，行业市场空间 350 亿元。

图表 12：智能锁具产量大幅增长



资料来源：全国制锁信息中心，太平洋研究院整理

图表 13：中国智能锁具渗透率低



资料来源：前瞻产业研究院，太平洋研究院整理



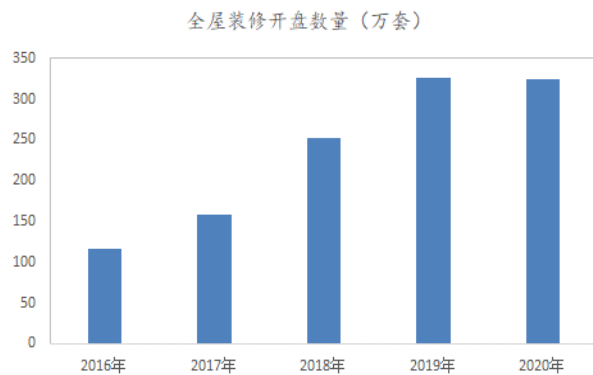
## (二) 行业集中度有望快速提升

建筑五金所需的原材料是大宗商品，生产过程简单，不存在壁垒；下游客户主要是地产开发商和建筑公司等，这些客户议价能力强、账期长；从产品质量看，很多五金企业提供的是 OEM 产品，产品质量差异不大。这种从上游到中游到下游都没有门槛的行业结构导致了五金行业是一个典型的“大行业，小公司”的市场格局。坚朗五金作为行业龙头，其在门窗五金、点之承玻璃幕墙构配件、智能门锁市场的市占率仅为 6%、6%、3%。未来在全屋装修、地产集中度提升的带动下，行业集中度有望快速提升。

### ■ 全屋装修将 C 端需求转向 B 端

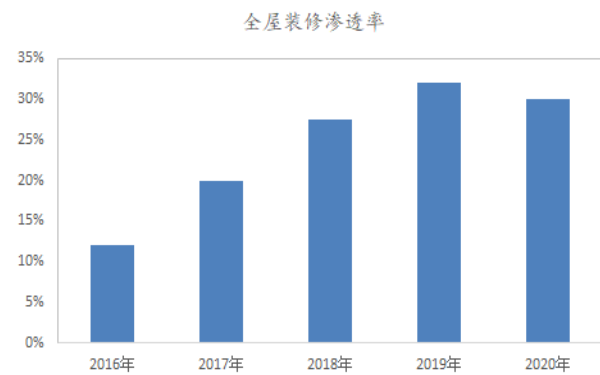
2016 年开始，各级政府大力推行全屋装修政策，我国全屋装修住宅开盘数量大幅增加，渗透率加速提升。根据奥维云网数据，2016 年我国全屋装修住宅开盘套数仅为 115.4 万套、对应渗透率 12%，2019 年开盘量已经增加到 326 万套、渗透率达到 32%。2020 年受到疫情影响，开盘量小幅下降至 325 万套，渗透率约 30%。随着国家、地方全屋装修政策及绿色建筑的不断推行实施下，我国进入房地产全屋装修时代。目前与发达国家 80% 以上的精装渗透率相比，我国精装市场渗透率仍处于低位。

图表 14：20 年全屋装修数量回落



资料来源：奥维云网，太平洋研究院整理

图表 15：20 年全屋装修渗透率回落



资料来源：奥维云网，太平洋研究院整理

全屋装修对建筑五金的影响，主要是将采购客户由居民转移至地产企业。从 500 强地产企业首选建材品牌排名看，头部企业集中度提升明显。在 2017-2020 年“500 强房企首选供应商品牌”中，排名前十的五金企业首选率分别为 71%、73%、78%、83%，头部企业集中度提升趋势明显。

图表 16：前十大企业首选率持续提升

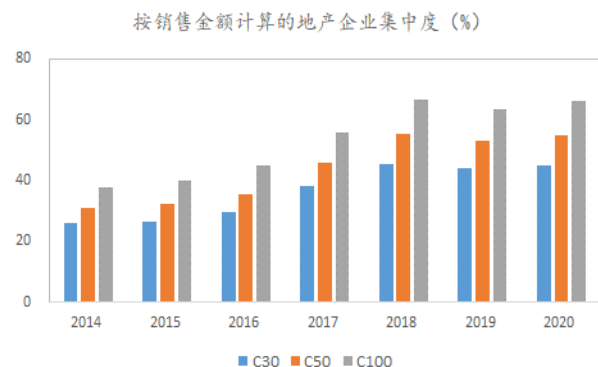
2017年		2018年		2019年		2020年	
坚朗	14%	坚朗	17%	坚朗	18%	坚朗	19%
国强	12%	国强	12%	合和	14%	合和	15%
丝吉利娅	10%	春光五金	10%	兴三星	10%	兴三星	12%
诺托	9%	丝吉利娅	8%	国强	9%	国强	9%
春光五金	8%	诺托	8%	诺托	8%	丝吉利娅	8%
祥盛五金	6%	合和	7%	立兴杨氏	7%	立兴杨氏	8%
吉斯	5%	海富尔	5%	丝吉利娅	5%	诺托	6%
海福乐	4%	祥盛五金	3%	海福乐	4%	田边	3%
立兴杨氏	2%	立兴杨氏	2%	田边	2%	雄进	2%
合和	1%	田边	1%	祥盛五金	1%	格屋	1%
合计	71%	合计	73%	合计	78%	合计	83%

资料来源：中国房地产协会，太平洋研究院整理

### ■ 地产集中度提升利好头部五金企业

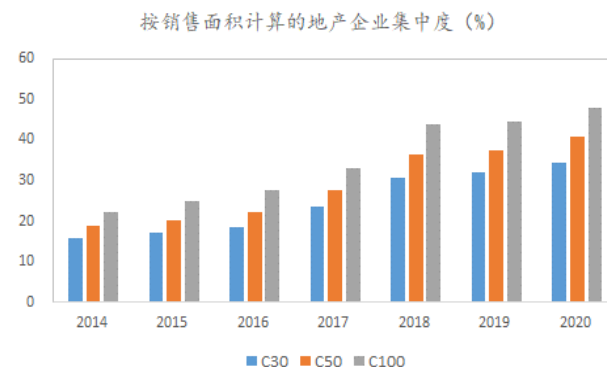
当前地产调控力度不减，中小房企受冲击明显，而大型房企份额在逐渐扩大。2020年，以碧桂园、恒大、万科等为首 TOP30 房企销售面积达到 6.05 亿平方米，市占率达到 34.37%，较上年同期提升 2.22 个百分点；TOP100 房企销售面积达到 8.43 亿平方米，市占率达到 47.87%，较上年同期提升 3.51 个百分点。下游地产企业集中度提升会加速上游五金企业集中度提升进度。

图表 17：头部地产市占率提升（按金额）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 18：头部地产市占率提升（按面积）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

## （三）竣工需求和存量房装修提振需求

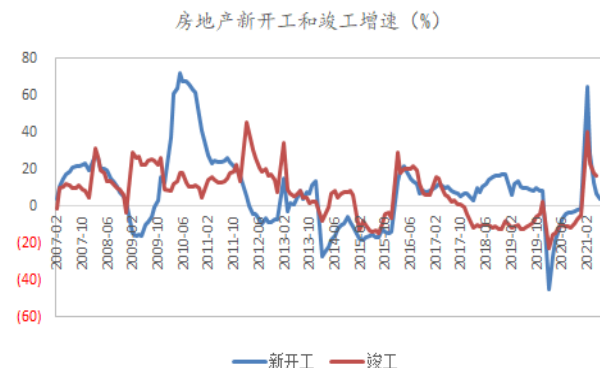
### ■ 地产竣工加速提振建筑五金需求

2010年5月，地产新开工增速见顶，对应地产竣工见顶时间为2012年2月，历时21个月；2013年12月，地产新开工增速见顶，对应地产竣工见顶时间为2016年7月，历时31个月。2015年四季度以来，新一轮地产新开工增速在2016年4月见顶，参考此前两轮竣工增速见顶周期21-31个月（期房的交付周期一般为2年），对应地产竣工增速见顶时间为2018年1-11月，而2018年地产竣工增速一直为负增长。2018年地产又经历了一轮新开工的高峰，新开工增速于2018年12

月见顶，对应竣工增速见顶时间为2020年9月-2021年7月。

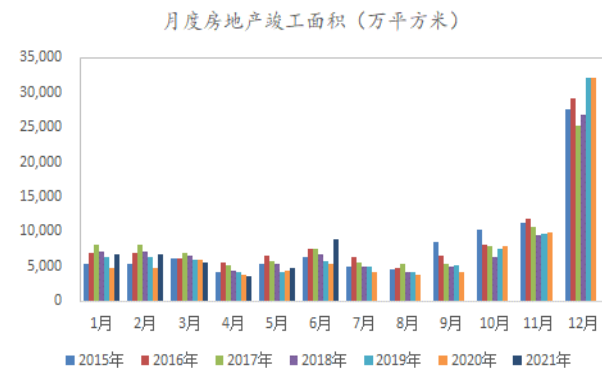
根据此前十年地产新开工和竣工数据分析，我们认为，2016年和2018年两轮地产新开工的高峰将在2021-2022年陆续演变为地产竣工的高峰。2019年7月地产竣工增速出现过短暂回升，但是回升的节奏被2020年上半年疫情打破，竣工数据的再次好转从2020年10月开始。

图表 19：18-19 年新开工竣工剪刀差明显



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

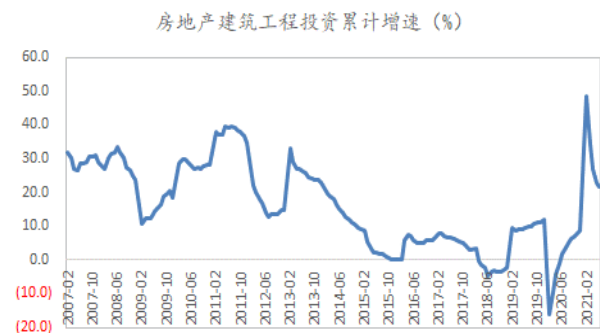
图表 20：20 年 10 月地产竣工增速回升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

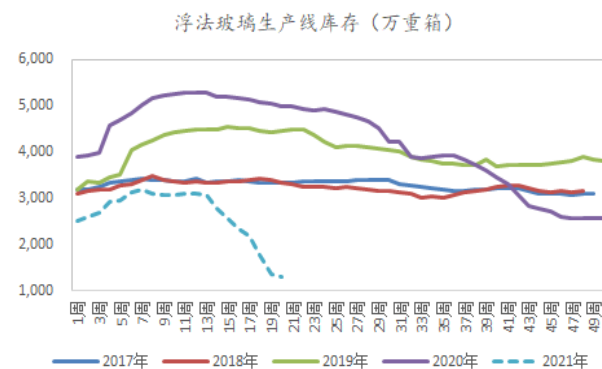
从地产企业的建安投资看，2019年房企开始加快施工，当年8月份之后，房企建安成本增加明显，房屋竣工面积增速开始转正，表明产业链已加速向竣工传递。2020年6月，房企建安投资增速再次转正，地产竣工面积从2020年10月开始同比转正，预示房地产竣工传导仍然在推进当中，这一趋势有望延续1-2年。从微观层面看，玻璃消费是房屋竣工领先指标，2020年下半年玻璃库存加速下滑，验证房企施工节奏加快。我们认为，随着房屋竣工面积的修复，建筑五金需求有望同步回升。

图表 21：房企建筑工程投资增速回升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 22：浮法玻璃库存持续下滑



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

■ 存量房装修提升市场空间

我国的房地产市场经过快速发展后，存量商品房规模处于较高水平。2011-2020 年我国房屋竣工面积 89 亿平方米，为 2020 年新开工面积的 4 倍。一般而言，住宅装饰材料耐用年限为 8-10 年，存量房翻新装修对应的潜在建筑五金需求大。

根据中国建筑装饰协会的数据，2018 年我国住宅装修装饰行业产值 2.03 万亿元，其中：全屋装修成品房总产值 8,500 亿元，占比 42%；新建毛坯房住宅装修装饰工程总产值 4,900 亿元，占比 24%；改造性住宅装修装饰工程总产值 6,900 亿元，占比 34%，是装修装饰领域重要的构成。

建筑五金关系到客户的入住体验，据统计，目前在房地产企业的投诉中，60%-80%都是涉及门窗、卫生洁具等部件。如此重要的产品在建筑整体价值中的占比不到 2%。在房主不炒的背景下，大家对房屋质量和居住体验的关注将会提升对中高端建筑五金的需求。

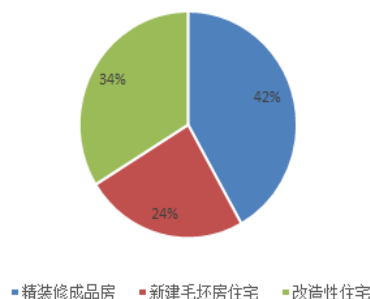
图表 23: 08-12 年地产新开工和竣工增速处于高位



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 24: 改造性住宅装饰需求占比 34%

住宅装修装饰市场下游分布 (2018年)



资料来源: 中国建筑装饰协会, 太平洋研究院整理

### 三、 推荐逻辑：护城河构建完成，人均创收提升在即

#### (一) 品牌知名度高，为集采创造条件

建筑五金既是受力构件，又是装饰性部件，地产开发商或者建筑单位关心建筑五金的实际应用情况。因此，建筑五金企业的品牌形象及工程业绩备受关注。

公司的产品广泛应用于国内外大型标志性建筑，如：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、瑞典中央车站、卡塔尔国家银行、印度班加罗尔国际机场等。在 2017-2020 年“500 强房企首选供应商品牌”中，公司连续多年位列五金行业首选品牌，首选率也呈现逐年提升的趋势。

图表 25：公司产品广泛应用于国内外大型建筑



资料来源：公司网站，太平洋研究院整理

## (二) 渠道下沉结束，销售费用率迎来拐点

五金行业主要有经销和直销两种模式。经销模式主要是通过五金店、建材市场、五金超市等进行产品销售，这种模式可以短期内提高铺货率，缺点是销售人员缺少专业知识，适合于中、小五金企业。直销模式是厂家自建销售渠道，这种模式可以贴近市场需求，提供专业的服务，尤其在 B 端市场，建筑施工单位需要更直接、更系统的五金产品服务，缺点是渠道建设成本高，企业管理难度大。

公司坚持直销为主的营销模式，2012-2020 年公司销售人员数量从 1,464 人增至 5,362 人、CAGR=18%，销售网点数量从 221 个增至 600 个、CAGR=13%。公司已经实现了除西藏外所有地级城市全覆盖。目前公司集中进行渠道下沉的阶段已经结束，正处于有针对性的增加阶段，部分县级市和县城还有一定的空间。

图表 26：公司销售人员数量持续增加



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 27：公司销售网点数量持续增加



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

虽然竞争对手也可以通过直销模式进行复制，但是长效的制度安排、良好的市场口碑、便捷的销售服务、专业的技术支持以及丰富的客户资源等，需要时间和经验积累。

图表 28：公司国内网络布局基本完成



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

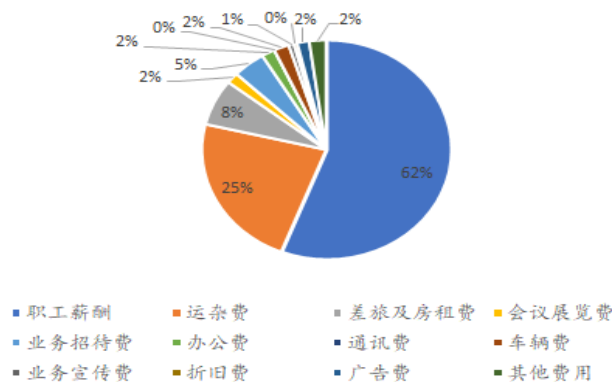
图表 29：国外网络布局集中在东南亚



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

随着公司渠道下沉基本结束，销售费用率开始下降。2019 年公司销售费用率同比减少 2.27 个百分点，2020 年公司销售费用率（为了口径统一，将放入营业成本中的运费调回销售费用后）同比减少 2.71 个百分点。从公司销售费用构成看，2020 年职工薪酬在销售费用中占比 62%，2017-2019 年在销售费用增加的金额中，职工薪酬增加占比约 60%。随着渠道下沉结束，职工薪酬增幅下降，2020 年职工薪酬的增加金额在销售费用增加中占比降至 39%。

图表 30：职工薪酬是销售费用的主要构成



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

### (三) 信息系统布局构筑护城河

在离散制造业，实现高水平的经营管理需要有信息化管理系统的支持。公司信息化系统建设从2005年开始，逐渐建立了以客户需求为导向，并解决建筑五金行业中高离散、品类众多等问题的信息化系统管理平台。我们以2019年数据为例，2019年公司订单数量约70万个（2014年仅有20万个），每个工作日承接订单数量约2,800个，每个订单平均收入约7,500元，订单呈现出“大批量，小金额”的特点。我们假设，每个订单涉及OA流程3条，全年需要处理的OA流程210万条，这对公司的精细化和系统化管理提出了很高的要求。在公司的全部订单中，约1/3是定制化订单，处理难度更大。

公司信息系统的核心竞争优势在于形成了一套基于甲骨文（Oracle）的处理庞大订单量的信息化系统，主要分为三个平台：处理业务的OA系统、发放销售人员提成的系统、还有坚朗云采微信小程序。OA系统用于庞大零散的业务流；Callidus系统能够使得销售人员的提成及时发放；坚朗云采（微信小程序）作为B2B电子商务平台，用于标品下单、提高人均产值，同时利用社交属性与口碑传播吸引更多客户。

图表 31：云采平台为销售人员减负



资料来源：公司网站，太平洋研究院整理

### (四) 设计研发能力强

中高端门窗及门控五金涉及的生产工艺和生产线技术综合性强，需要有特殊的结构设计和整体设计人才。此外，由于不同地区气候差异，对门窗的品种、规格、材质和物理性能的不同要求，这也成为中小企业难以进入中高端市场的技术门槛。

公司的实验中心成立于 2003 年，2009 年获得国家实验室认可，2010 年取得中国计量测试学会颁发的国家一级计量检测体系认证，2013 年获得东莞市政府推动的“东莞市检测资源联盟”的联盟发起单位资格，为东莞市建设社会信用体系和市场监督管理体系提供有力的技术支持。

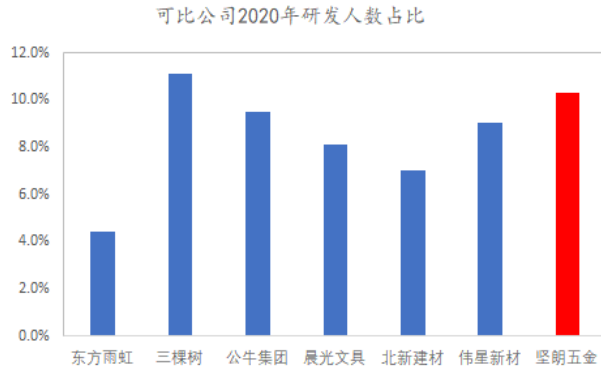
图表 32：公司实验中心获得国家实验室认可



资料来源：公司网站，太平洋研究院整理

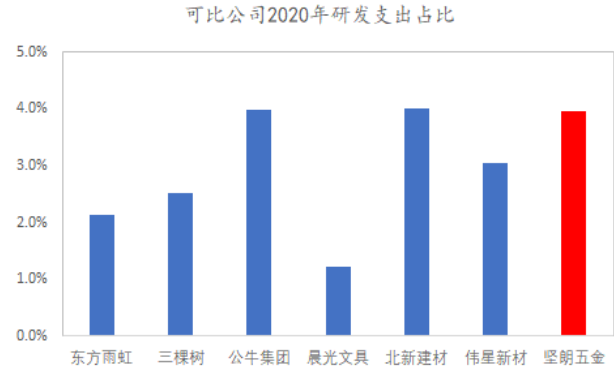
2020 年，公司研发人员数量 1,343 名，为可比上市公司最多；研发支出为 2.67 亿元，营收占比 4%。公司的技术与研发水平处于行业先进水平，累计获得专利约 700 项，2020 年新增专利超过 100 项，其中：发明专利 14 项。

图表 33：公司研发人员占比约 10%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 34：公司研发支出占比约 4%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

## (五) 强大的供货和安装服务能力

建筑五金涉及大量的标准和非标准产品，产品生产周期差异较大。提高供货能力需要企业具备柔性化的生产能力、快速的响应能力以及充足的原材料和标准件备货。

- 从生产情况看，2017 年公司在东莞市塘厦镇投资建设“塘厦坚朗五金增资扩产项目”，2019 年在卫辉市建设“坚朗五金华北生产基地”，通过扩产和新基地建设提高供货能力。
- 从物流情况看，公司建立统一的备货仓物流配送体系，国内外已设立四十多个备货仓，解决产品运输半径问题。针对华北和西北等地区，公司在华北建设的中心仓已正式运营，提升配送能力。



- 从服务情况看，针对安装属性比较强，但是还没形成社会化分工的产品，公司设立了一家子公司，主要负责安装业务，目前已有 400 余人。公司对安装业务的定位是支持产品业务的发展，提供安装服务的产品有智能锁、抗震支吊架、护栏以及部分智能家居、智慧小区类产品。

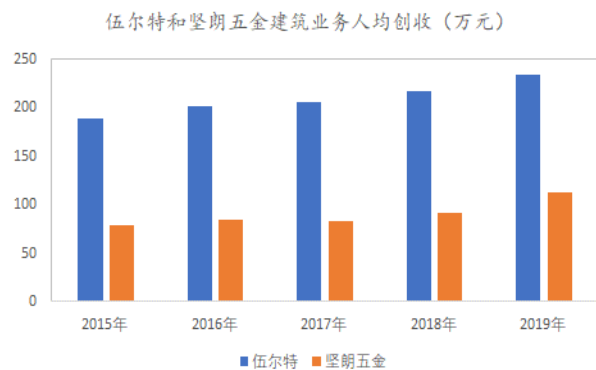
## (六) 对标海外公司，人均效能仍有提升空间

公司定位为建筑配套件集成供应商，对标海外龙头企业伍尔特（WURTH）和亚萨合莱（ASSA ABLOY），公司成长空间巨大。

伍尔特是德国的一家跨国公司，业务范围涉及紧固件、工业工具及耗材、汽车维修与保养、建筑等领域。公司在全球 86 个国家和地区开展业务，员工数量超过 79,000 人，2020 年实现营业收入 144 亿 EUR、净利润 7.75 亿 EUR。

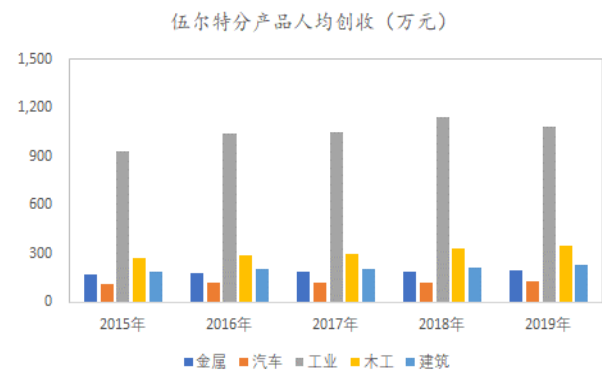
从品类和人均创收看，坚朗五金仍有进一步提升空间。伍尔特作为全球覆盖面最广的五金企业，SKU 数量约 125,000 个，远高于坚朗五金约 20,000 个的水平。在伍尔特的产业链中，工业品的人均创收最高，为 1,086 万元（汇率按照 7.6 折算）。除了工业品外，其他产品的人均创收均高于坚朗五金。我们以建筑业务为例，2019 年伍尔特建筑业务人均创收 234 万元（汇率按照 7.6 折算），远高于坚朗五金 113 万元的创收水平。

图表 35：坚朗五金人均效能低于伍尔特



资料来源：公司网站，太平洋研究院整理

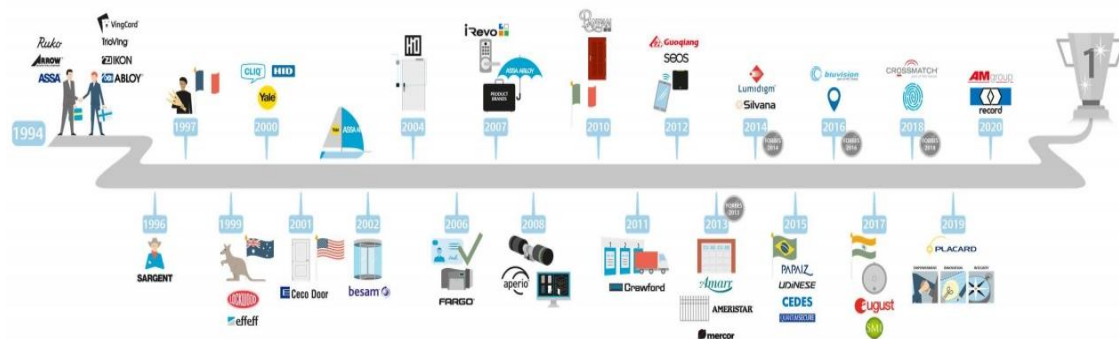
图表 36：伍尔特的工业五金创收最高



资料来源：公司网站，太平洋研究院整理

亚萨合莱是全球智能锁和安防解决方案提供商，提供的产品除了机械锁、建筑五金，还包括电子锁等智能开门解决方案，并涵盖从锁具到安全门、门禁系统在内的整套门控开关产品。2020 年公司实现营业收入 876 亿 SEK，净利润 92 亿 SEK。公司收入和利润的增长与并购密切相关，2006 年以来公司完成了 221 个并购，累积贡献营业收入 460 亿 SEK。

图 37：并购对亚萨合莱收入增长至关重要



资料来源：公司网站，太平洋研究院整理

反观坚朗五金，随着公司渠道下沉的结束，2018年起，公司销售人员人均创收开始回升。2020年公司销售人员人工创收126万元，通过扩品类、渠道下沉、信息系统建设，未来公司人均创收仍有提升空间。

- 扩品类：现在公司大概有100多个品类，欧美的标杆企业大概有400个品类。公司对产品品类没有设置数量上限，每年都会有新品类在不断导入，最终实现产品覆盖客户的新建、装修、使用环节，提高复购率。在选择上，更倾向于生产、销售与现有模式存在互补和协同的品类和行业。初期先和产品方签订战略合作协议，通过尝试销售，经过市场推广后根据实际销售情况决定是否进一步的合作关系。对于发展前景较好或优势明显的产品，会优先考虑股权合作。
- 渠道下沉：公司在省会城市的业务拓展顺利，地级城市最近几年也有进展，未来1000多个县级市场和海外市场是公司重点发展的地区。
- 信息系统减负：公司在2019年初上线了云采平台，2020年云采平台收入占比约30%。云采系统的目标是对内支持、服务销售、提高效率，对外服务客户，连通客户的日常采购，提高响应速度和效率，让销售人员可以更多的服务客户，提升销售人员的创收能力。

为了保持核心管理人员和技术人员稳定，2019年公司推出总额为1亿元的员工持股计划。2021年4月，公司推出股权激励计划，业绩考核标准为以2020年营业收入为基准，2021-2025年营业收入增速不低于30%/66.4%/108%/160%/225%。假设业绩考核标准完成，按照2020年公司营业收入67.37亿元计算，2021-2025年公司营业收入87.58亿元(+30%)/112.1亿元(+28%)/140.13亿元(+25%)/175.16亿元(+25%)/217.27亿元(+24%)，CAGR=26%。此外，公司向员工每年提供不超过600万元的购房无息贷款，员工可以在额度内获得最长8年的无息贷款。

图表 38：坚朗五金旗下品牌众多

 一切为了改善人居环境	 智慧家居·品质五金				 智能门锁
 — SINCE 1983 — 安全环保的密封系统	 香港 国泰 智能密封·密封系统	 CHUNGUANG SPACER	 索途特种防火材料	 意大利五金五金五金	 智能新风·能源一体机
		 智能家居·五金五金	 家居用品	 百年传承·欧洲工艺	 厨具用品
 吊顶产品		 文具用品	 建筑涂料	...	

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 39：坚朗五金参股品牌众多

 — 智能家居·智能家居 —	 美盛智能厨卫五金五金	 停车场·道闸·充电桩		 — 紧固件 —	 — 透明LED显示屏 —
 — 门窗幕墙隔热条 —	 JIAXIANG BOLTS	 定制开关·五金五金五金	 上海英方科技 — 自动门旋轉门 —	 门窗五金·五金五金·五金五金	...

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 40：坚朗五金合作品牌众多

					
					
			...		

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

## 四、盈利预测及估值

### (一) 基本假设

- 公司核心产品为门窗五金，我们预计 2021-2023 年收入增速 25/25/20%；家居类和其他建筑五金产品为公司新推产品，未来会保持较快增速，我们预计家居类产品 2021-2023 年收入增速 60/50/40%，其他建筑五金产品 2021-2023 年收入增速 60/50/50%。
- 公司产品采取毛利率定价法，2021 年受原材料上涨影响，主要产品毛利率略有下滑。2022 年随着大宗商品价格稳定，主要产品毛利率有望回升。我们预计 2021-2023 年门窗五金产品毛利率 43/43.5/44%，家居类产品毛利率 34/34.5/35%，其他建筑五金产品毛利率 30/30/30%。
- 随着公司渠道下沉结束，销售费用率有望继续回落，我们预计 2021-2023 年销售费用率 13/12/11%；管理费用率有望受益于规模扩大后固定费用的摊薄，我们预计 2021-2023 年管理费用率 4/3.5/3%。

图表 41：未来三年公司主要产品销量和毛利率假设

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
门窗五金系统	17.48	19.33	22.68	31.20	37.16	46.45	58.06	69.68
增速		11%	17%	38%	19%	25%	25%	20%
毛利率	43.94%	42.83%	41.71%	42.92%	43.97%	43.00%	43.50%	44.00%
家居类产品		2.44	3.58	5.61	9.66	15.46	23.18	32.46
增速			47%	57%	72%	60%	50%	40%
毛利率		33.61%	31.56%	34.40%	34.78%	34.00%	34.50%	35.00%
点支承玻璃幕墙构配件	3.67	4.55	4.78	5.58	4.60	4.83	5.07	5.33
增速		24%	5%	17%	-18%	5%	5%	5%
毛利率	32.43%	29.67%	32.64%	35.84%	35.87%	34.00%	34.50%	35.00%
门控五金系统	2.73	2.98	3.19	3.41	3.68	3.86	4.06	4.26
增速		9%	7%	7%	8%	5%	5%	5%
毛利率	38.10%	36.58%	38.56%	35.19%	37.77%	36.00%	36.50%	37.00%
不锈钢护栏构配件	1.15	1.34	1.57	1.99	2.22	2.44	2.69	2.95
增速		17%	17%	27%	12%	10%	10%	10%
毛利率	31.30%	30.60%	32.48%	39.70%	35.14%	34.00%	34.50%	35.00%
其他建筑五金产品	2.00	1.08	2.65	4.42	9.42	15.07	22.61	33.91
增速		-46%	145%	67%	113%	60%	50%	50%
毛利率	31.50%	23.15%	25.66%	34.39%	30.04%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务	0.05	0.06	0.08	0.33	0.62	0.81	1.05	1.36
增速		20%	33%	313%	88%	30%	30%	30%
毛利率	100.00%	83.33%	100.00%	24.24%	14.52%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：太平洋研究院整理

## (二) 估值及投资建议

公司的核心逻辑为借助现有品牌和渠道进行品类扩张，我们选取建材行业中扩品类的企业作为可比公司，包括：东方雨虹、三棵树、伟星新材。由于公司处于快速成长期，我们采用 PEG 估值法对公司进行估值。以上三家公司 2022 年 PEG 均值 1.04，按照公司 2021-2023 年净利润复合增速 44% 计算，给予公司未来 6-12 个月 251.54 元的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 42：可比公司估值情况

证券简称	收盘价	EPS					PE					PEG		
		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
东方雨虹	50.84	1.44	1.51	1.72	2.19	2.77	36	35	30	24	19	1.09	0.90	0.72
三棵树	151.32	2.18	1.91	2.14	3.29	4.51	71	81	73	47	34	1.22	0.88	0.95
伟星新材	20.67	0.63	0.76	0.87	1.00	1.14	33	28	24	21	18	1.52	1.33	1.24
		均值					47	48	42	31	24	1.28	1.04	0.97
坚朗五金	189.10	1.39	2.54	3.72	5.45	7.67	138	76	52	35	25	1.16	0.79	0.56

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

## 五、风险提示

- 房地产和基建投资下行风险：建筑五金主要应用于房地产和基建领域，地产和基建政策变化会导致行业需求陷入低迷。
- 回款风险：公司客户以地产和基建为主，客户自身的经营情况和资金状况会对公司的回款产生负面影响。
- 电力紧张风险：公司产品生产过程中需要消耗能源，阶段性限电会对公司生产和下游需求产生影响。
- 疫情反复风险：公司客户结构以小 B 为主，疫情反复可能导致下游装修装饰活动减弱，进而影响对建筑五金的需求。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	657	1,002	1,514	1,866	2,585	营业收入	5,255	6,737	8,892	11,672	14,995
应收和预付款项	1,604	2,692	3,529	4,645	5,978	营业成本	3,163	4,092	5,519	7,236	9,308
存货	944	1,035	1,375	1,805	2,323	营业税金及附加	37	50	66	86	111
其他流动资产	544	573	306	373	453	销售费用	985	930	1,156	1,401	1,649
流动资产合计	3,749	5,302	6,725	8,688	11,339	管理费用	267	300	356	409	450
长期股权投资	136	141	141	141	141	财务费用	(0)	10	(3)	(7)	(10)
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	(15)	(23)	(20)	(25)	(30)
固定资产	621	845	968	1,081	1,165	投资收益	(8)	(3)	(9)	(12)	(15)
在建工程	111	75	125	225	325	公允价值变动	4	1	0	0	0
无形资产开发支出	272	271	341	411	481	营业利润	499	992	1,451	2,127	2,990
长期待摊费用	24	26	39	39	39	其他非经营损益	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
其他非流动资产	63	125	138	138	138	利润总额	498	990	1,449	2,125	2,988
资产总计	4,952	6,759	8,437	10,684	13,589	所得税	58	121	178	261	367
短期借款	21	43	43	43	43	净利润	439	869	1,271	1,865	2,622
应付和预收款项	1,734	2,496	3,303	4,285	5,468	少数股东损益	0	52	76	111	156
长期借款	2	61	61	61	61	归母股东净利润	439	817	1,196	1,754	2,466
其他负债	0	0	0	0	0						
负债合计	1,791	2,649	3,456	4,437	5,621	预测指标					
股本	322	322	322	322	322		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	982	1,035	1,035	1,035	1,035	毛利率	39.82%	39.25%	37.94%	38.00%	37.93%
留存收益	1,866	2,635	2,979	3,350	3,769	销售净利率	8.36%	12.13%	13.45%	15.02%	16.44%
归母公司股东权益	3,071	3,988	3,431	4,585	6,150	销售收入增长率	36.37%	28.20%	31.99%	31.26%	28.47%
少数股东权益	91	123	198	309	466	EBIT 增长率	183.2%	99.17%	25.18%	46.49%	40.62%
股东权益合计	3,161	4,110	4,982	6,247	7,968	净利润增长率	155.2%	86.01%	46.32%	46.66%	40.60%
负债和股东权益	4,952	6,759	8,437	10,684	13,589	ROE	14.31%	20.49%	25.00%	29.54%	32.86%
现金流量表(百万)						ROA	8.87%	12.09%	14.17%	16.41%	18.14%
	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	ROIC	15.24%	22.79%	23.63%	27.73%	30.67%
经营性现金流	619	501	1,270	1,770	2,542	EPS(X)	1.39	2.54	3.72	5.45	7.67
投资性现金流	(460)	(297)	(354)	(815)	(918)	PE(X)	21.94	56.69	50.85	34.67	24.66
融资性现金流	63	133	(404)	(604)	(904)	PB(X)	3.19	11.61	12.71	10.24	8.10
现金增加额	222	336	512	351	719	PS(X)	11.57	9.03	6.84	5.21	4.05
						EV/EBITDA(X)	14.13	37.23	33.41	23.39	16.81

资料来源：Wind，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafli@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

华南销售

李艳文

13728975701

liyw@tpyzq.com





## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。