

2021年10月28日

品类拓展强劲成本承压，现金流边际好转

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:	240.0/119.68
目标价格:	178.15	总市值(亿)	415.59
最新收盘价:	129.25	自由流通市值(亿)	207.82
		自由流通股数(百万)	160.79

事件概述。公司公布三季报。2021年前三季度，公司实现收入59.7亿元，同比增长32.00%，归母净利润7.05亿元，同比增长40.47%；对应Q3收入24.8亿元，同比增长28.97%，归母净利润3.26亿元，同比增长20.40%。

► **Q3收入保持较快增长，但成本有所承压。**尽管Q3下游开工需求整体平淡，但由于公司进一步深化集成化战略，同时细分品类进一步丰富，因此Q3单季度收入仍然保持较快速度，估算Q3单季度发货增速30%左右，收入增长主要来自于销量。由于原材料价格成本上涨及产品结构变化，公司Q3单季度毛利率环比下降2.0个百分点至35.90%，是利润增速低于收入的主要原因。但期间公司平台化效应和规模优势持续显现，管理、研发费用率合计同比下降1.1个百分点（考虑到股权激励费用摊销，实际下降更多），一定程度上对冲了毛利率的下滑，使得净利润增速仍维持20%以上。

► **现金流边际改善，风险可控。**由于票据结算有所增加，2021年前三季度，公司经营净现金流流出5.19亿元，同比多流出4亿元左右（2020年前三季度：净流出1.25亿元），应收账款及票据环比Q2扩大8亿元至45.7亿元左右。但Q3公司收现比79%，环比/同比分别提升10.9/7.0个百分点，体现Q3公司现金流边际有所改善，因此我们认为公司现金流风险总体可控。

► **长期成长空间充足。**根据10月公司投资者关系公告，2021H1，公司成立了数家新公司进行产能布局，产品包括间隔条、橱柜、发泡剂、硅酮胶等。由于在建筑中，上述新增品类合计市场规模高于传统五金产品，因此我们认为公司品类扩展和人均创收的提升空间仍然充足。公司在Q3的至暗时刻仍然体现了充分的韧性，在下游需求逐渐恢复后，公司有望重新开启高速成长的成长。

投资建议

维持盈利预测不变。预计2021-2023年收入89.6/111.9/139.7亿元，归母净利润11.8/16.4/21.2亿元，同比增长44.8%/38.4%/29.4%，EPS3.68/5.09/6.59元，对应10月27日129.25元的收盘价PE为37.45/27.05/20.90x。考虑到短期地产需求仍有压力，参考可比公司三棵树（33.5x 2022 PE）及公司历史估值，下调估值至2022年35x PE，对应下调目标价至178.15元（原：229.05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	100.85	54.22	37.45	27.05	20.90

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 郁喆

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	54.22	37.45	27.05	20.90
其他长期负债	48.32	48.32	48.32	48.32	PB	11.61	9.01	7.14	5.63
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

郝暲：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。