

坚朗五金（002791）

2021 年年报&2022 年一季报点评：坚守现金流，逆势扩大渠道优势

买入（首次）

2022 年 04 月 27 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

研究助理 任婕

执业证书：S0600122030031

renj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	8,807	11,171	15,104	19,770
同比	31%	27%	35%	31%
归属母公司净利润（百万元）	889	1,006	1,566	2,166
同比	9%	13%	56%	38%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	2.77	3.13	4.87	6.74
P/E（现价&最新股本摊薄）	28.72	25.39	16.31	11.79

投资要点

- **事件：**公司发布 2021 年年报及 2022 年一季报。2021 年实现营收 88.07 亿元，同比+30.72%；归母净利 8.89 亿元，同比+8.83%。2022 年 Q1 实现营收 12.92 亿元，同比+3.93%；归母净利-0.89 亿元，同比-309.57%。
- **行业快速下行期，守现金流控发货，逆势扩张产品品类和销售团队，强化场景式销售能力。**21Q4、22Q1 收入增速分别为 28%、3.9%。2021 年下半年快速扩张销售团队，达到 6518 人，较年初增加 23.87%。同时应对市场需求变化，公司推进渠道向县城市下沉及场景式销售开拓，应对客户日益增加的“一站式服务”（产品、方案集成+安装服务+售后服务）的需求。
- **原材料成本打压毛利率，渠道增员推高三费。**2021 年公司销售毛利率为 35.24%，同比变动-4.01pct，2022 年 Q1 公司销售毛利率 28.80%，同比下滑 7.43 个百分点，绝大部分来自于原材料价格上涨以及小部分来自产品结构变化。期间费用率方面，2021 年期间费用率合计 20.40%，同比降低 1.98 个百分点，渠道、管理、生产等各个环节人均效能持续提升。2022 年 Q1 由于人员较去年同期增加较多以及收入增速放缓，期间费用率未能有效摊薄。
- **经营性现金流保持稳定，存货周转继续加快，净经营周期进一步缩短。**公司 2021 年经营性现金流量净额为 5.46 亿元，同比+9.10%。1）收现比：2021 年收现比 81.54%，同比-1.51pct，2021 年末公司应收账款及应收票据余额为 44.54 亿元，同比+68.93%；2）付现比：2021 年付现比 71.30%，同比-0.39pct。2021 年末存货余额 12.55 亿元，同比+21.28%，存货周转进一步加快。2021 年净营业周期 79.07 天，同比缩减 20.09 天。公司 2022Q1 经营性现金流为-6.96 亿元，与上年同期相比基本持平。
- **盈利预测与投资评级：**坚朗经过长期摸索、不断迭代形成了高效率的多品类产品和零散小 B 客户销售模式。在行业景气下行期公司坚守现金流，逆势积极扩张人员，升级服务能力，迭代销售模式。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 10.06/15.66/21.66 亿元；对应 PE 分别为 25X/16X/12X，考虑到公司未来成长和经营杠杆的空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**下游建筑业波动的风险；主要原材料价格波动风险；新市场开拓对业务可持续性增长的风险；并购整合风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	79.44
一年最低/最高价	79.44/237.81
市净率(倍)	5.41
流通 A 股市值(百万元)	12,773.13
总市值(百万元)	25,543.14

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.69
资产负债率(% ,LF)	45.30
总股本(百万股)	321.54
流通 A 股(百万股)	160.79

相关研究

内容目录

1. 坚朗五金：坚守现金流，逆势扩大渠道优势	4
1.1. 行业快速下行期，守现金流控发货，逆势扩张产品品类和销售团队，强化场景式销售能力	4
1.2. 原材料成本打压毛利率，渠道增员推高三费	5
1.3. 经营性现金流保持稳定，存货周转继续加快，净营业周期进一步缩短	7
2. 盈利预测与投资建议	8
3. 风险提示	8

图表目录

图 1:	坚朗五金单季度营业收入及增速.....	5
图 2:	坚朗五金单季度归母净利润及增速.....	5
图 3:	坚朗五金销售人员数量变动（人）.....	5
图 4:	坚朗五金销售人员人均创收变化（万元）.....	5
图 5:	坚朗五金单季度销售毛利率及净利率变动.....	6
图 6:	坚朗五金分品类毛利率变动.....	6
图 7:	坚朗五金期间费用率变动情况.....	7
图 8:	坚朗五金单季度经营活动现金流量净额.....	7
图 9:	坚朗五金分单季度收现比和付现比变动情况.....	7

1. 坚朗五金：坚守现金流，逆势扩大渠道优势

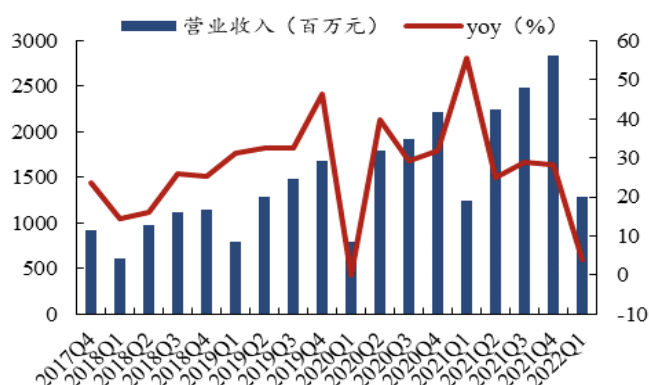
事件：坚朗五金发布 2021 年年报及 2022 年一季报。公司 2021 年实现营业总收入 88.07 亿元，同比增长 30.72%；实现归母净利润 8.89 亿元，同比增长 8.83%；实现扣非归母净利润 8.81 亿元，同比增长 9.91%。2022 年一季度实现营业总收入 12.92 亿元，同比增长 3.93%；实现归母净利润-0.89 亿元，同比下滑 309.57%。

1.1. 行业快速下行期，守现金流控发货，逆势扩张产品品类和销售团队，强化场景式销售能力

- **分业务来看，门窗五金增速有所放缓，家居类收入快速增长、其他建筑五金产品收入占比大幅提升。**公司在保持现有门窗五金等优势产品市场份额提升同时，部分新产品经过培育收入增长较快，如智能锁、密封胶条、新风系统等产品，渠道优势和产品集成优势的逐步体现。2021 年门窗五金系统实现营业收入 41.75 亿元，同比增长 12.33%，主要系门窗五金业务与地产相关性较高，公司为控制风险主动放缓；其他建筑五金产品实现营业收入 17.60 亿元，同比增长 86.86%，占总营收的比重为 19.99%，同比提升 6pct；家居类产品实现营业收入 14.83 亿元，同比增长 53.48%，其中子公司口径中，坚朗海贝斯（智能锁产品为主）销售收入 4.60 亿元，同比增长 17.46%，净利润 9116 万元，同比增长 51.20%，净利率水平达到 19.83%。工程类产品中，点支承玻璃幕墙构配件实现营业收入 5.93 亿元，同比增长 28.99%；门控五金系统实现营业收入 4.49 亿元，同比增长 22.08%；不锈钢护栏构配件实现营业收入 2.53 亿元，同比增长 14.14%。
- **分季度来看，22Q1 公司主动控制发货叠加疫情影响增速有所放缓。**公司 2021 年 Q1-Q4 营收增速分别为 55.42%/24.83%/28.97%/28.11%。2021 年 Q2 增速放缓主要系 2020 年上半年口罩、熔喷布等贡献较多收入；2021Q3、Q4 在地产景气下行压力之下公司仍然维持稳定的高速增长。2022Q1 公司收入同比增长 3.93%，主要系 Q1 产业链资金状况仍然较差，公司防控风险为主，主动控制发货，加之 Q1 疫情影响部分地区工地开工、业务开展、产品发运等受到一定影响。
- **分区域看，海外业务收入占比下滑。**公司 2021 年海外业务收入 6.31 亿元，同比下滑 11.32%，收入占比 7.16%，同比下滑 3.4 个百分点，主要系海外疫情反复且持续时间较长，对公司业务造成一定影响。公司近年来已设立 13 个海外备货仓，将中国仓储式销售复制到海外，以快速响应客户供货需求。产品已销往 100 多个国家和地区，并在印度、越南、印尼、马来西亚、墨西哥等国家设立子公司。
- **2021 年逆势快速扩张人员，推进渠道向县城市场下沉及场景式销售开拓。**2021 年末公司国内外销售网点达 800 多个，公司销售人员人数达到 6518 人，较年

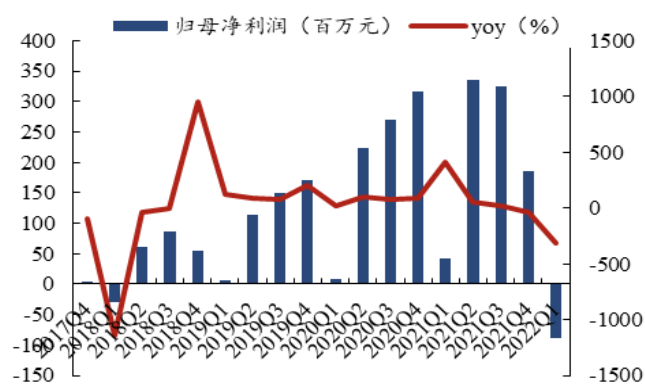
初增加 23.87%，公司持续推进渠道下沉，在巩固省会及地级市市场优势的同时积极拓展更下沉的县城市场；人均效能方面，2021 年销售人员人均创收 135.12 万元，同比增长 7.54%，提升幅度与去年同期相比有所下降，主要原因系公司 2021 年人员增加幅度较大且人员招聘主要集中在下半年。随着客户和市场需求不断延伸，客户对“一站式服务”（产品、方案集成+安装服务+售后服务）的需求越来越多，公司积极应对市场需求变化，开拓场景式销售，积极拓展学校、酒店、医院等多种业务场景，降低对于地产相关业务占比。

图1：坚朗五金单季度营业收入及增速



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图2：坚朗五金单季度归母净利润及增速



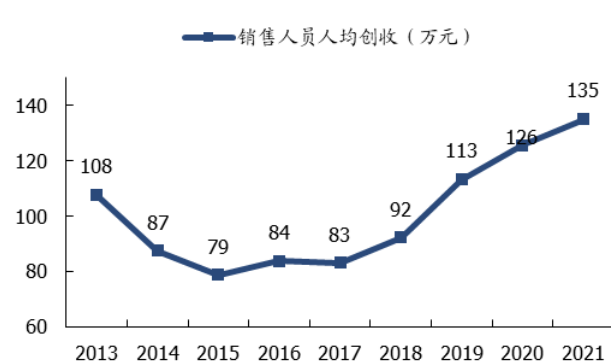
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图3：坚朗五金销售人员数量变动（人）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图4：坚朗五金销售人员人均创收变化（万元）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

1.2. 原材料成本打压毛利率，渠道增员推高三费

2021 年公司销售毛利率为 35.24%，同比变动-4.01pct，绝大部分来自于原材料价格上涨以及小部分来自产品结构变化。

分季度来看，公司 2021 年 Q1-Q4 销售毛利率分别为 36.23%/37.93%/35.90%/32.11%。Q3 以来，主要原材料不锈钢、铝合金、锌合金等产品价格大幅上涨，对 Q4 毛利率水平

造成较大影响。

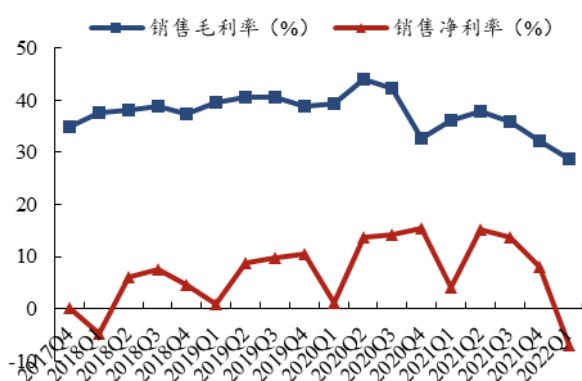
分业务来看，门窗五金系统毛利率 40.57%，同比下滑 3.4 个百分点；门控五金系统毛利率 40.38%，同比提升 2.60 个百分点；点支承玻璃幕墙构配件毛利率 32.62%，同比下滑 3.25%；家居类产品毛利率 35.97%，同比提升 1.17 个百分点；其他建筑五金产品毛利率 23.14%，同比下滑 6.93 个百分点，主要系建筑五金产品中毛利率较低的大宗产品电线电缆、防水、管道、瓷砖等新增品类增长较快；不锈钢护栏构配件毛利率 28.29%，同比下滑 6.84 个百分点，主要系不锈钢护栏构配件多为非标定制类产品，产品交付周期较长而原材料价格超预期上涨导致价格传导不畅。

2022 年 Q1 公司销售毛利率 28.80%，同比下滑 7.43 个百分点，主要系 22Q1 使用的原材料多为前期高位采购的原材料，随着原材料价格高位回落，预计 Q2 成本压力逐步得到缓解。

期间费用率方面，2021 年期间费用率合计 20.40%，同比降低 1.98 个百分点，渠道、管理、生产等各个环节人均效能持续提升。2021 年公司销售费用率 12.58%，同比降低 1.22pct，职工薪酬增幅远小于人员增幅，销售费用率进一步摊薄；管理费用率 4.11%，同比降低 0.34pct；研发费用率 3.52%，同比降低 0.45pct；财务费用率 0.19%，同比增加 0.04pct，主要系借款产生的利息支出增加所致。

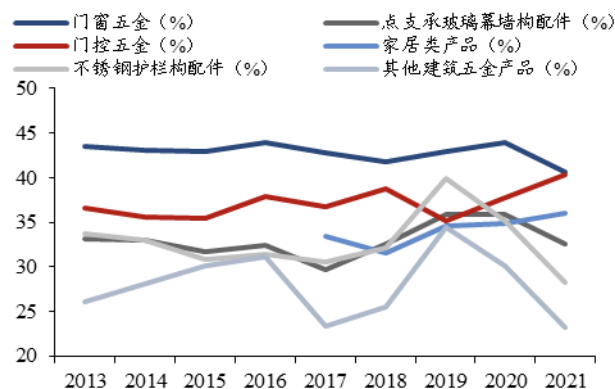
2022 年 Q1 公司销售费用 2.80 亿元，同比增长 25.95%，主要去年下半年新增销售人员较多，而收入增速放缓；管理费用 0.92 亿元，同比增长 19.90%。研发费用 0.66 亿元，同比增长 6.31%。

图5：坚朗五金单季度销售毛利率及净利率变动



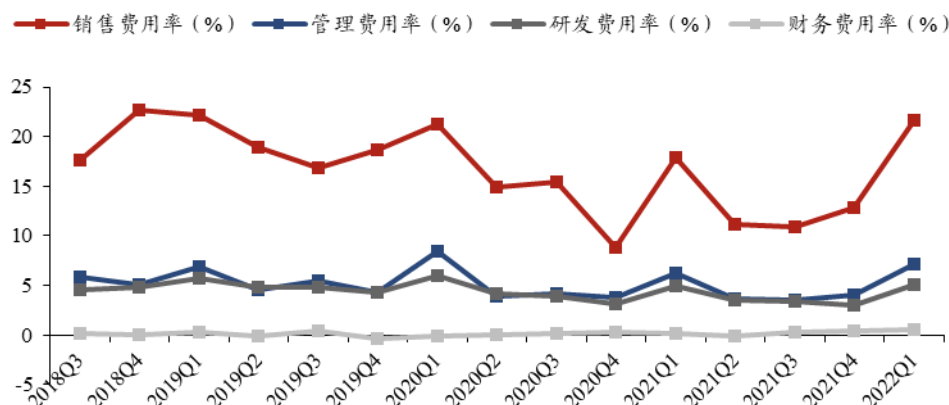
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图6：坚朗五金分品类毛利率变动



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图7: 坚朗五金期间费用率变动情况



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

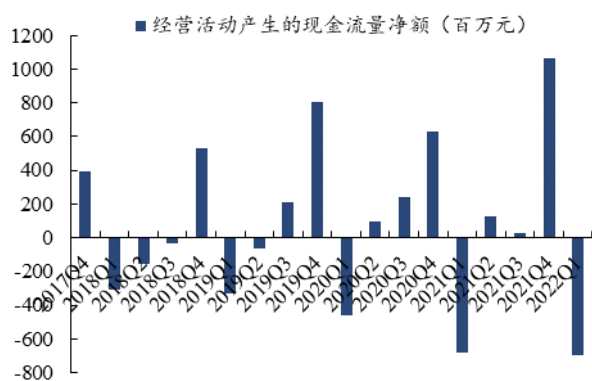
1.3. 经营性现金流保持稳定, 存货周转继续加快, 净营业周期进一步缩短

公司 2021 年经营性活动现金流量净额为 5.46 亿元, 同比增长 9.10%, 其中 2021 年 Q4 经营性活动现金流量净额为 10.65 亿元。1) 收现比情况: 2021 年公司收现比 81.54%, 较上年同期变动-1.51pct, 期末公司应收账款及应收票据余额为 44.54 亿元, 同比增长 68.93%; 2) 付现比情况: 2021 年公司付现比 71.30%, 较上年同期变动-0.39pct, 2021 年 Q4 付现比 46.78%, 同比变动 8.78pct, 2021 年末公司应付账款及应付票据余额为 31.06 亿元, 同比增长 99.07%, 主要系公司对上游材料供应商的账期有所拉长。2021 年末公司存货余额 12.55 亿元, 同比增长 21.28%, 存货周转进一步加快。2021 年净营业周期 79.07 天, 同比缩减 20.09 天。

公司 2022 年 Q1 经营性活动现金流量净额为-6.96 亿元, 与上年同期相比基本持平。

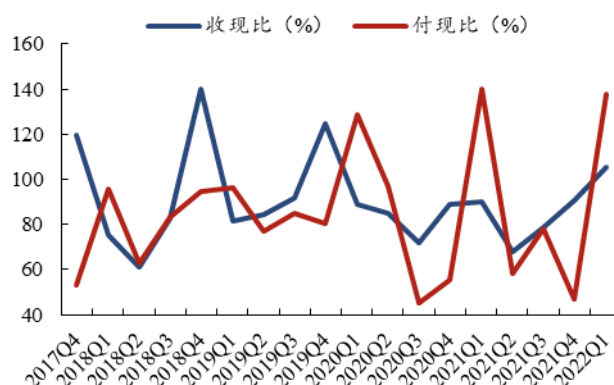
1) 收现比情况: 2022 年 Q1 公司收现比 105.33%, 同比变动+15.04pct; 2) 付现比情况: 2022 年 Q1 公司付现比 137.69%, 同比变动-2.15pct。

图8: 坚朗五金单季度经营活动现金流量净额



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图9: 坚朗五金分单季度收现比和付现比变动情况



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

2. 盈利预测与投资建议

坚朗经过长期摸索、不断迭代形成了高效率的多品类产品和零散小 B 客户销售模式。在行业景气下行期公司坚守现金流，逆势积极扩张人员，升级服务能力，迭代销售模式。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 10.06/15.66/21.66 亿元；对应 PE 分别为 25X/16X/12X，考虑到公司未来成长和经营杠杆的空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

3. 风险提示

下游建筑业波动的风险；主要原材料价格波动风险；新市场开拓对业务可持续性增长的风险；并购整合风险。

坚朗五金三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7,929	9,634	11,543	14,607	营业总收入	8,807	11,171	15,104	19,770
货币资金及交易性金融资产	1,674	1,446	1,365	1,823	营业成本(含金融类)	5,703	7,566	10,058	13,160
经营性应收款项	4,867	6,109	7,568	9,493	税金及附加	55	78	106	138
存货	1,255	1,906	2,395	3,025	销售费用	1,108	1,274	1,631	2,096
合同资产	0	0	0	0	管理费用	362	419	544	692
其他流动资产	133	172	216	267	研发费用	310	393	529	692
非流动资产	2,043	2,677	3,418	4,345	财务费用	16	46	50	53
长期股权投资	248	398	498	598	加:其他收益	21	28	30	40
固定资产及使用权资产	1,265	1,577	1,951	2,471	投资净收益	-15	-15	-30	40
在建工程	67	133	218	325	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	290	395	577	777	减值损失	-125	-113	-160	-190
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-2	-2	-3	-4
长期待摊费用	51	51	51	51	营业利润	1,131	1,293	2,023	2,825
其他非流动资产	123	123	123	123	营业外净收支	-8	-9	-10	-10
资产总计	9,973	12,311	14,961	18,952	利润总额	1,123	1,284	2,013	2,815
流动负债	4,547	5,769	6,809	8,616	减:所得税	160	185	292	408
短期借款及一年内到期的非流动负债	397	300	50	50	净利润	962	1,100	1,721	2,407
经营性应付款项	3,106	3,835	4,685	5,949	减:少数股东损益	73	93	155	241
合同负债	139	227	302	395	归属母公司净利润	889	1,006	1,566	2,166
其他流动负债	905	1,407	1,772	2,222	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.77	3.13	4.87	6.74
非流动负债	400	610	770	900	EBIT	1,269	1,441	2,236	2,992
长期借款	169	229	289	319	EBITDA	1,448	1,665	2,516	3,345
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	35.24	32.27	33.41	33.44
租赁负债	164	314	414	514	归母净利率(%)	10.10	9.01	10.37	10.96
其他非流动负债	67	67	67	67	收入增长率(%)	30.72	26.85	35.20	30.89
负债合计	4,946	6,379	7,578	9,516	归母净利润增长率(%)	8.83	13.12	55.68	38.28
归属母公司股东权益	4,794	5,607	6,902	8,715					
少数股东权益	232	326	480	721					
所有者权益合计	5,026	5,932	7,382	9,437					
负债和股东权益	9,973	12,311	14,961	18,952					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	546	783	1,393	1,988	每股净资产(元)	14.91	17.44	21.47	27.11
投资活动现金流	-297	-734	-1,063	-1,254	最新发行在外股份(百万股)	322	322	322	322
筹资活动现金流	278	-127	-411	-276	ROIC(%)	21.82	19.69	25.65	27.72
现金净增加额	523	-78	-81	458	ROE-摊薄(%)	18.55	17.94	22.69	24.85
折旧和摊销	179	224	280	353	资产负债率(%)	49.60	51.81	50.65	50.21
资本开支	-431	-719	-933	-1,194	P/E (现价&最新股本摊薄)	28.72	25.39	16.31	11.79
营运资本变动	-845	-1,189	-1,183	-1,387	P/B (现价)	5.33	4.56	3.70	2.93

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

