

坚朗五金 (002791.SZ)

买入

2021 年报及 2022 一季报点评：成长面临压力测试，依旧看好长期发展

核心观点

增速大幅回落，业绩阶段性承压明显。2021 年公司实现营业收入 88.1 亿元，同比+30.7%，归母净利润 8.9 亿元，同比+8.8%，略低于此前业绩快报（归母净利润同比+10.3%），扣非归母净利润 8.8 亿元，同比+9.9%，EPS 为 2.77 元/股，并拟 10 派 3.5 元（含税）。2022Q1 实现营业收入 12.9 亿元，同比+3.9%，归母净利润-0.9 亿元，同比-309.6%，扣非归母净利润-0.9 亿元，同比-338.1%，收入增速大幅回落主要受疫情导致停工停产、下游项目进度滞后及物流中断等影响。

原材料价格上涨+产品结构影响毛利率，现金流回款好于预期。根据测算，2021 年销售人员人均创收 135.1 万元，上年同期 125.6 万元，同比+7.5%，继续延续增长趋势。分产品看，2021 年各品类均实现不同程度增长，门窗五金/点支承/门控/不锈钢护栏/家居类/其他建筑五金分别同比+12.3%/+29.0%/+22.1%/+14.1%/+53.5%/+86.9%，毛利率分别为 40.6%(-3.4pp)/32.6%(-3.2pp)/40.4%(+1.2pp)/28.3%(-6.8pp)/36.0%(+2.6pp)/23.1%(-6.9pp)，主要受原材料价格上涨拖累，其中综合材料成本同比+42.4%，叠加产品结构影响，2021 年综合毛利率 35.24%，同比-4.0pp。期间费用率 20.4%，同比-1.98pp，受益于费用率继续摊薄对冲部分盈利下滑，净利率实现 10.9%，同比-1.97pp。2021 年实现经营性现金流净额 5.5 亿元，同比+9.1%，在产业链整体资金紧张背景下，回款整体好于预期。

成本费用双重压力叠加，进一步拖累 Q1 盈利。2022Q1 毛利率和净利率分别为 28.8%/-6.9%，同比-7.4pp/-11.0pp，环比-3.3pp/-15.0pp，期间费用率 34.4%，同比+5.3pp，环比+14.1pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比+3.8pp/+0.95pp/+0.41pp/+0.11pp，销售费用率明显提升主因销售人员增长致销售费用提高所致，截至 2021 年末公司销售人员 6518 人，同比+21.6%。

风险提示：原材料涨价超预期；新产品推广销售不及预期；疫情反复

投资建议：建筑配套件集成供应领导者，看好长期发展潜力，维持“买入”

公司作为国内建筑配套件集成供应的领导者，渠道和产品集成优势明显，短期多重压力集中测试下，持续下沉地级市和县城销售渠道、布局新品类，不断夯实未来增长基础，看好长期发展潜力。考虑到短期因素压制，下调盈利预测，预计 22-24 年 EPS 分别为 3.39/4.68/6.27 元/股，对应 PE 为 23.4/17.0/12.7x，综合考虑公司长期增长潜力，继续维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,737	8,807	10,948	14,101	18,119
(+/-%)	28.2%	30.7%	24.3%	28.8%	28.5%
净利润(百万元)	817	889	1089	1506	2018
(+/-%)	86.0%	8.8%	22.5%	38.3%	33.9%
每股收益(元)	2.54	2.77	3.39	4.68	6.27
EBIT Margin	20.3%	17.9%	16.7%	17.4%	17.9%
净资产收益率 (ROE)	20.5%	18.6%	19.2%	21.9%	23.8%
市盈率 (PE)	31.3	28.7	23.4	17.0	12.7
EV/EBITDA	19.1	17.8	16.8	13.4	10.9
市净率 (PB)	6.41	5.33	4.51	3.72	3.01

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑材料·其他建材

证券分析师：黄道立

0755-82130685

huangdl@guosen.com.cn

S0980511070003

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

证券分析师：陈颖

0755-81981825

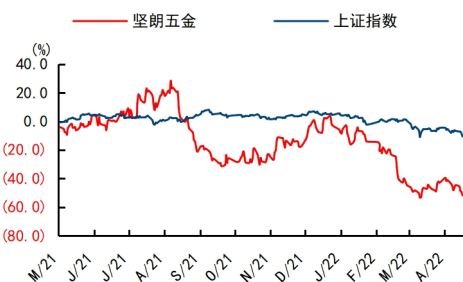
chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	79.44 元
总市值/流通市值	25580/12710 百万元
52 周最高价/最低价	240.00/78.05 元
近 3 个月日均成交额	356.42 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《坚朗五金-002791-2021 年中报点评：多重优势叠加，业务持续进化》——2021-08-18
 《坚朗五金-002791-2020 年年报点评：成长逻辑持续兑现，股权激励彰显发展信心》——2021-04-09
 《坚朗五金-002791-重大事件快评：不惧疫情影响，高增长再度超预期》——2021-01-11
 《坚朗五金-002791-2020 年三季报点评：业绩再度超预期，成长动力依旧充足》——2020-10-31
 《坚朗五金-002791-2020 年中报点评：增长超预期，成长潜力持续释放》——2020-08-27

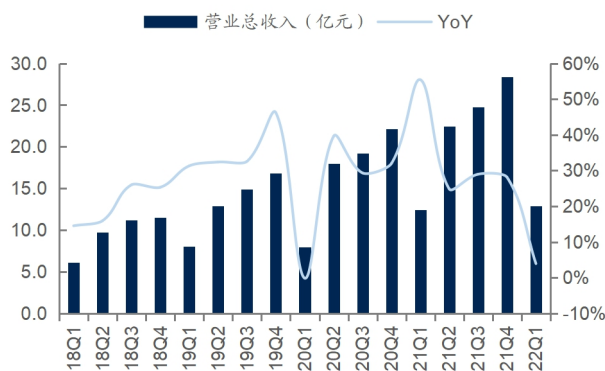
增速大幅回落，业绩阶段性承压明显。2021 年公司实现营业收入 88.1 亿元，同比+30.7%，归母净利润 8.9 亿元，同比+8.8%，略低于此前业绩快报（归母净利润同比+10.3%），扣非归母净利润 8.8 亿元，同比+9.9%，EPS 为 2.77 元/股，并拟 10 派 3.5 元（含税）。2022Q1 实现营业收入 12.9 亿元，同比+3.9%，归母净利润 -0.9 亿元，同比-309.6%，扣非归母净利润-0.9 亿元，同比-338.1%，收入增速大幅回落主要受疫情导致停工停产、下游项目进度滞后及物流中断等影响。

图1：坚朗五金营业收入及增速（单位：亿元、%）



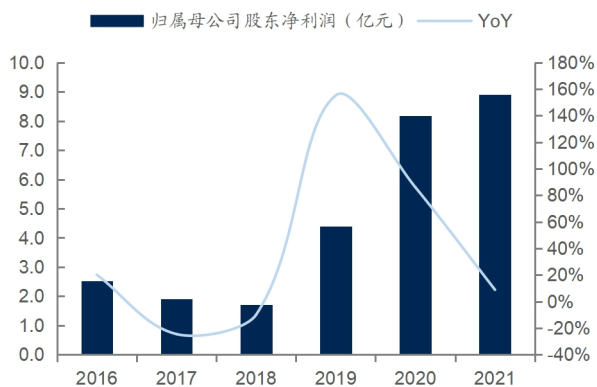
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：坚朗五金单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



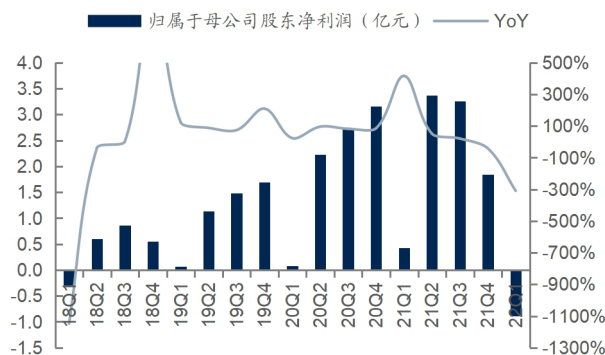
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：坚朗五金归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

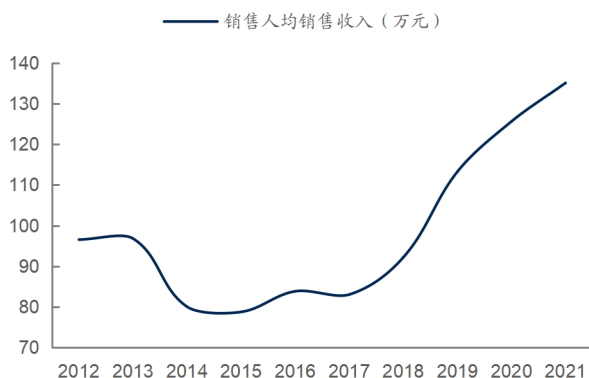
图4：坚朗五金单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（18Q4=957.2%）

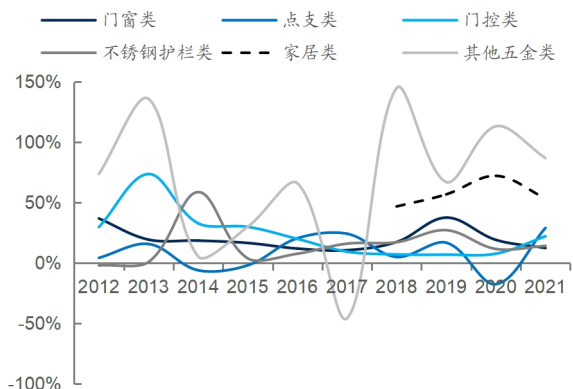
原材料价格上涨+产品结构影响毛利率，现金流回款好于预期。根据测算，2021 年销售人员人均创收 135.1 万元，上年同期 125.6 万元，同比+7.5%，继续延续增长趋势。分产品看，2021 年各品类均实现不同程度增长，门窗五金/点支承/门控/不锈钢护栏/家居类/其他建筑五金分别同比+12.3%/+29.0%/+22.1%/+14.1%/+53.5%/+86.9%，毛利率分别为 40.6%(-3.4pp)/32.6%(-3.2pp)/40.4%(+1.2pp)/28.3%(-6.8pp)/36.0%(+2.6pp)/23.1%(-6.9pp)，主要受原材料价格上涨拖累，其中综合材料成本同比+42.4%，叠加产品结构影响，2021 年综合毛利率 35.24%，同比-4.0pp。期间费用率 20.4%，同比-1.98pp，受益于费用率继续摊薄对冲部分盈利下滑，净利率实现 10.9%，同比-1.97pp。2021 年实现经营性现金流净额 5.5 亿元，同比+9.1%，在产业链整体资金紧张背景下，回款整体好于预期。

图5：坚朗五金销售人员人均创收



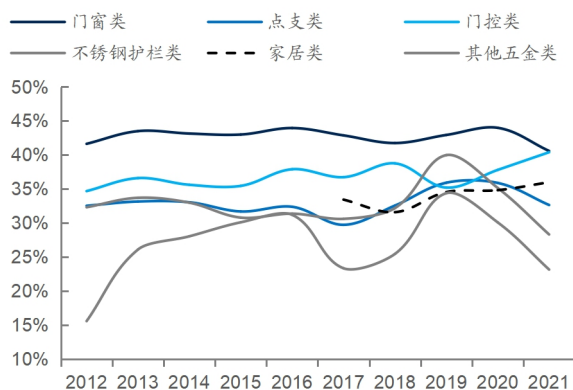
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：坚朗五金分产品收入增速



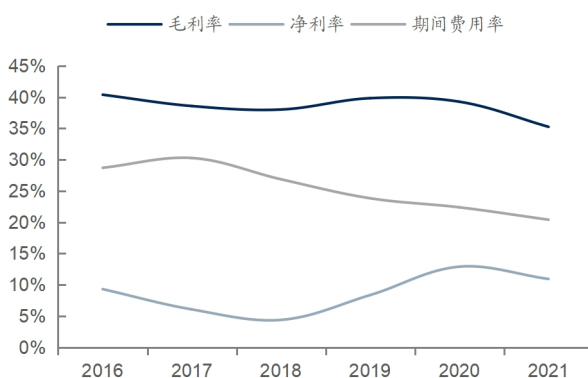
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：坚朗五金分产品毛利率



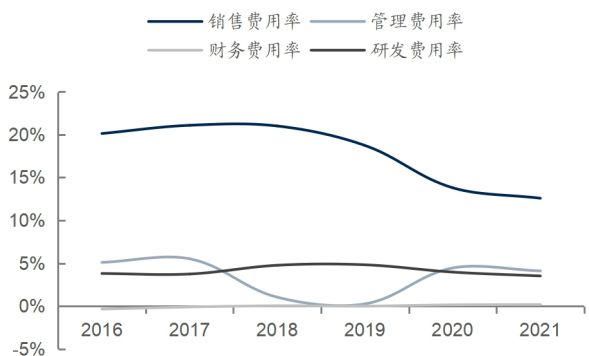
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：坚朗五金毛利率、净利率及期间费用率



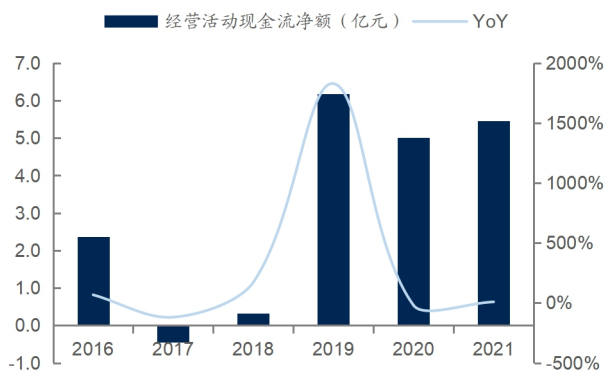
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：坚朗五金销售/管理/财务/研发费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

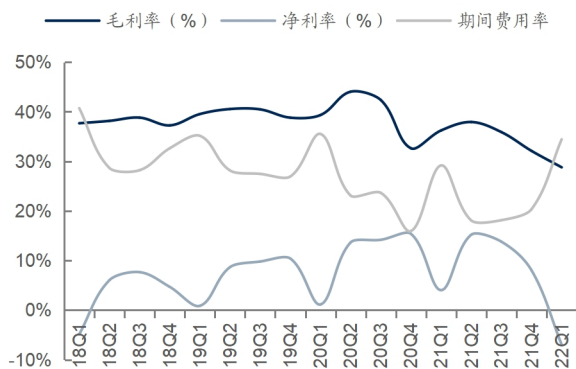
图10：坚朗五金经营活动净现金流及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

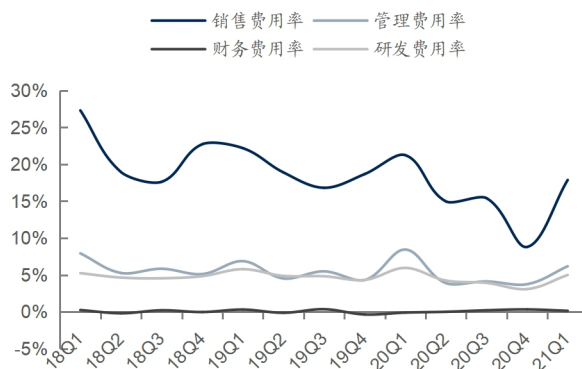
成本费用双重压力叠加，进一步拖累 Q1 盈利。2022Q1 毛利率和净利率分别为 28.8%/-6.9%，同比-7.4pp/-11.0pp，环比-3.3pp/-15.0pp，期间费用率 34.4%，同比+5.3pp，环比+14.1pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比+3.8pp/+0.95pp/+0.41pp/+0.11pp，销售费用率明显提升主因销售人员增长致销售费用提高所致，截至 2021 年末公司销售人员 6518 人，同比+21.6%。

图 11：坚朗五金单季度毛利率、净利率及期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12：坚朗五金单季度销售/管理/财务/研发费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

建筑配套件集成供应领导者，看好长期发展潜力，维持“买入”评级。公司作为国内建筑配套件集成供应的领导者，渠道和产品集成优势明显，短期多重压力集中测试下，持续下沉地级市和县城销售渠道、布局新品类，不断夯实未来增长基础，看好长期发展潜力。考虑到短期因素压制，下调盈利预测，预计 22-24 年 EPS 分别为 3.39/4.68/6.27 元/股，对应 PE 为 23.4/17.0/12.7x，综合考虑公司长期增长潜力，继续维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1002	1522	2503	3490	4677	营业收入	6737	8807	10948	14101	18119
应收款项	2692	4537	5696	7190	9239	营业成本	4092	5703	7291	9306	11868
存货净额	1035	1255	1534	1922	2454	营业税金及附加	50	55	66	85	109
其他流动资产	180	464	438	564	725	销售费用	930	1108	1368	1748	2247
流动资产合计	5302	7929	10323	13318	17247	管理费用	300	362	395	505	646
固定资产	921	1168	1381	1499	1609	财务费用	10	16	41	48	54
无形资产及其他	271	290	329	367	413	投资收益	(3)	(15)	(10)	(20)	(30)
投资性房地产	125	338	338	338	338	资产减值及公允价值变动	23	17	15	15	15
长期股权投资	141	248	304	385	453	其他收入	(383)	(433)	(450)	(550)	(700)
资产总计	6759	9973	12675	15906	20060	营业利润	992	1131	1342	1853	2481
短期借款及交易性金融负债	43	397	600	600	800	营业外净收支	(2)	(8)	(5)	(5)	(5)
应付款项	1560	3106	4197	5632	7192	利润总额	990	1123	1337	1848	2476
其他流动负债	936	1043	1400	1744	2259	所得税费用	121	160	160	222	297
流动负债合计	2540	4547	6198	7976	10251	少数股东损益	52	73	87	120	161
长期借款及应付债券	61	169	172	172	172	归属于母公司净利润	817	889	1089	1506	2018
其他长期负债	48	230	329	469	588						
长期负债合计	109	400	501	641	760	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	2649	4946	6699	8617	11012	净利润	817	889	1089	1506	2018
少数股东权益	123	232	310	419	563	资产减值准备	64	15	27	13	13
股东权益	3988	4794	5666	6871	8485	折旧摊销	111	130	86	96	104
负债和股东权益总计	6759	9973	12675	15906	20060	公允价值变动损失	(23)	(17)	(15)	(15)	(15)
						财务费用	10	16	41	48	54
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(451)	(711)	160	(76)	(535)
每股收益	2.54	2.77	3.39	4.68	6.27	其它	(17)	41	52	95	132
每股红利	0.23	0.65	0.68	0.94	1.25	经营活动现金流	501	347	1399	1620	1717
每股净资产	12.40	14.91	17.62	21.37	26.39	资本开支	0	(378)	(350)	(250)	(258)
ROIC	39%	31%	31%	40%	48%	其它投资现金流	22	241	0	0	0
ROE	20%	19%	19%	22%	24%	投资活动现金流	17	(244)	(406)	(331)	(326)
毛利率	39%	35%	33%	34%	34%	权益性融资	(0)	36	0	0	0
EBIT Margin	20%	18%	17%	17%	18%	负债净变化	58	109	3	0	0
EBITDA Margin	22%	19%	17%	18%	19%	支付股利、利息	(74)	(208)	(218)	(301)	(404)
收入增长	28%	31%	24%	29%	28%	其它融资现金流	(142)	580	203	0	200
净利润增长率	86%	9%	22%	38%	34%	融资活动现金流	(173)	417	(12)	(301)	(204)
资产负债率	41%	52%	55%	57%	58%	现金净变动	345	520	981	987	1187
息率	0.3%	0.8%	0.9%	1.2%	1.6%	货币资金的期初余额	657	1002	1522	2503	3490
P/E	31.3	28.7	23.4	17.0	12.7	货币资金的期末余额	1002	1522	2503	3490	4677
P/B	6.4	5.3	4.5	3.7	3.0	企业自由现金流	(340)	394	1505	1931	2172
EV/EBITDA	19.1	17.8	16.8	13.4	10.9	权益自由现金流	(424)	1082	1674	1890	2324

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032