

坚朗五金（002791.SZ） 集成化五金龙头，平台赋能进击千亿市场

2022 年 06 月 20 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

张绪成（分析师）

薛磊（联系人）

zhangxucheng@kysec.cn

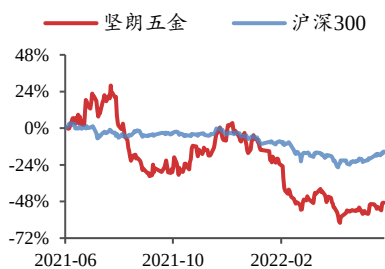
xuele@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

证书编号：S0790121120050

日期	2022/6/17
当前股价(元)	95.05
一年最高最低(元)	240.00/68.12
总市值(亿元)	305.62
流通市值(亿元)	152.33
总股本(亿股)	3.22
流通股本(亿股)	1.60
近 3 个月换手率(%)	103.53

股价走势图



数据来源：聚源

● 集成化五金龙头，平台赋能进击千亿市场。首次覆盖，给予“买入”评级

坚朗五金是国内建筑五金龙头企业，自身定位于建筑配套件集成供应商。深耕多年，公司以信息化系统为基础，打造“研发+制造+服务”的全链条销售模式，经营维持高效率。凭借过硬的研发实力，公司持续扩充品类，可利用现有渠道进行拓展，协同能力及规模效应优势尽显。在行业集中度提升的背景下，我们看好公司未来成长能力。我们预计 2022/2023/2024 年归母净利润 10.8/15.2/21.2 亿元，同比增长 21.7%/40.8%/39.3%；EPS 为 3.36/4.74/6.6 元；对应最新股价 PE 为 28.2/20.1/14.4 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 建筑五金行业空间广阔，行业集中趋势明显，利好头部企业

根据我们的测算，门窗五金、点支承玻璃幕墙构配件及门控五金的市场容量为 715、68、319 亿元，市场空间广阔。由于进入门槛较低且品类繁多，行业格局分散。随着消费升级，近年来中高端产品需求占比逐步提升。同时，国家出台“三条红线”政策，一方面：今后只有优质企业才达到融资门槛，优胜劣汰或加速，集中度进一步提升；另一方面：倒逼房地产开发企业改变经营思路，摒弃过往高杠杆的扩张方式，如今更注重房屋品质，精装房渗透率持续提升。房企对于五金产品的集采需求，有利于集成供应商，利好大型五金企业。

● 核心竞争力：以信息化为基础，赋能“研发+渠道+管理”，护城河深厚

研发能力：随着消费升级，中高端产品受到追捧。中高端产品在性能方面提出更高要求，需要企业具备综合应用化学、材料、冷热加工等技术，因此设计研发实力决定企业成长上限。长期以来公司注重技术研发人员的培养，鼓励技术创新。多年深耕主业，公司积累大量技术经验，叠加持续稳定的研发投入，优势突出。
渠道优势：公司通过自建销售渠道，主动贴近市场需求。截至 2021 年，公司拥有国内外销售网点超 800 个，销售团队超过 6500 人。虽然打造直销渠道需要较大投入，但公司销售战略是以现有渠道为基础进行品类的深度拓展，而不是盲目扩品类后增设配套的渠道。此战略不仅能够提高品类的协同能力且满足客户一站式购物需求，还成功实现“轻资产”运营，规模效应显著。
管理效率：公司依托甲骨文 Oracle 平台打造研发、生产、销售人员、仓储物流一体化的特色办公系统，使得分散的需求和繁多的产品实现高效衔接，大幅提高经营效率。经过多年沉淀，公司形成高效规范的现代化管理体系，这是其他五金企业难以复制的模式。

● 风险提示：房地产调控超预期；品类拓展不及预期；渠道变革风险；原材料价格大幅波动；经济增速不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,737	8,807	11,338	14,674	18,983
YOY(%)	28.2	30.7	28.7	29.4	29.4
归母净利润(百万元)	817	889	1,082	1,524	2,123
YOY(%)	86.0	8.8	21.7	40.8	39.3
毛利率(%)	39.3	35.2	32.9	34.3	35.4
净利率(%)	12.1	10.1	9.5	10.4	11.2
ROE(%)	21.1	19.1	18.7	21.4	23.2
EPS(摊薄/元)	2.54	2.77	3.36	4.74	6.60
P/E(倍)	37.4	34.4	28.2	20.1	14.4
P/B(倍)	7.7	6.4	5.3	4.2	3.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 坚朗五金：致力于打造中高端建筑配套件集成供应商	4
1.1、 建筑五金行业龙头企业，深耕多年综合实力雄厚	4
1.2、 门窗五金贡献主要业绩，增量业绩主要来源于新品类	5
1.3、 营收规模维持高速增长，短期利润受成本&疫情影响	6
1.4、 股权结构集中，激励计划目标明确	7
2、 行业空间超千亿，头部集中度稳步提升	9
2.1、 行业门槛低，格局较为分散	9
2.2、 政策释放稳地产信号，建筑翻新、节能改造成为市场增量重点	10
2.3、 建筑五金市场超千亿，行业空间广阔	14
2.4、 行业集中度提升且呈现高端化，马太效应凸显	15
3、 核心优势显著，研发能力、渠道和信息化铸就自身护城河	18
3.1、 注重研发投入构筑技术壁垒，品牌影响力持续提升	18
3.2、 倾力打造销售渠道，直销渠道竞争力强	20
3.3、 信息化赋能公司，提高整体经营效率	23
4、 盈利预测与投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级	26
5、 风险提示	28

图表目录

图 1： 坚朗五金深耕建筑五金领域，致力将自身打造成建筑配套件集成供应商	4
图 2： 公司旗下拥有众多自建品牌，在行业内取得了较高知名度和美誉度	5
图 3： 长期以来，门窗五金贡献主要业绩	5
图 4： 品类扩容之后，营收增量主要来源于门窗五金、智能家居和其他建筑五金（亿元）	5
图 5： 自上市以来，营收规模保持高速增长	6
图 6： 2019 年以来归母净利润大幅上涨	6
图 7： 渠道铺设完毕，2018 年后销售费用增速明显放缓	7
图 8： 2021 年原材料占总成本的比例为 81.4%	7
图 9： 2021 年原材料价格大涨，产品毛利率有所下滑（%）	7
图 10： 受疫情和成本的影响，短期内盈利性承压	7
图 11： 股权结构集中有利于战略规划和实施，提升执行效率	8
图 12： 五金行业上游为金属原材料市场，下游为建筑及房地产行业	9
图 13： 五金制品应用领域广泛，其中建筑五金在建筑中承担重要作用	10
图 14： 2020 年我国城镇化率已达 63.89%，较 2001 年实现近乎翻倍增长	11
图 15： 2020 年，美英法日澳五个发达国家的城镇化率保持在 80% 以上	11
图 16： 2011-2020 年我国建筑业总产值 CAGR 达 10.64%	11
图 17： 2021 年是“房住不炒”的元年，新开工面积增速虽有下滑，但仍维持较高规模	11
图 18： 我国房地产投资开发完成额一直稳步增长	13
图 19： LPR 下调降低房贷成本，或将刺激需求回升	13
图 20： 地方房地产调控政策调性变化：2022 年 1 月宽松性政策数量连续第二个月超过紧缩性政策，地方房地产政策环境持续改善	13
图 21： 2013 年以来每年房屋建筑竣工面积均在 40 亿平米以上	14
图 22： 2021 年城镇改造老旧小区数量明显增加	14
图 23： 全国居民消费水平逐步提高	16

图 24: 2013 年以来中高端门窗市场份额逐步提升	16
图 25: 2020 年监管部门制定房企融资“三道红线”	17
图 26: 近年来, 房地产行业集中度稳步提升	17
图 27: 房地产整体开发趋缓, 但精装房开盘套数有望保持稳定增长	18
图 28: 长期以往, 公司研发人员占比维持高位	18
图 29: 坚朗五金的研发投入占营收比例位于行业前列	18
图 30: 立足门窗幕墙五金产品, 持续进行品类扩充, 丰富产品族谱	19
图 31: 公司通过直销渠道主动贴近客户, 直接对接需求	21
图 32: 公司采用“研发+制造+服务”的全链条销售模式	21
图 33: 截至 2021 年, 公司在全球范围内拥有超过 800 个销售网点	22
图 34: 公司自建销售渠道, 截至 2021 年, 销售人员占员工总数的比例已达 42.8%	22
图 35: 将国内仓储模式复刻海外, 坚定国际化发展战略	22
图 36: 公司拥有集仓储、物流、计划于一体的仓储物流中心	23
图 37: 针对不同品类, 公司具有三种扩充路径	23
图 38: 随着渠道进入收获期, 销售费用率逐年降低	23
图 39: 结合自身需求, 公司对信息化系统进行完善升级, 应对愈加繁琐的业务条线	24
图 40: 信息化贯穿整个业务流程, 提升经营效率	24
图 41: 为满足不同客户的下单需要, 公司推出了 PC 端和移动端的服务平台-坚朗云采	25
图 42: 规模效应、经营效率带来 ROE 显著回升	25
图 43: 信息化赋能公司, 经营效率显著提升, 人均创收再破历史新高	25
表 1: 2019 年公司实施首期员工持股计划, 公司业绩维持高增长	8
表 2: 继 2019 年的员工持股计划后, 公司实施股票期权激励, 充分调动员工积极性	9
表 3: 各省政府工作报告明确提出了 2022 年固定资产投资目标, 要适度提前布局重大基础设施, 围绕“两新一重”	12
表 4: 建筑五金行业容量超千亿, 空间广阔	15
表 5: 随着人们对能源环境及生活质量的不断追求, 建筑五金朝着中高端方向发展	16
表 6: 除了西南地区, 全国大部分地区的精装房渗透率相较于 2020 年有所提升	17
表 7: 依托加大研发能力, 公司生产工艺技术水平业内领先, 并拥有多项成果	19
表 8: 公司参编或主编多项标准, 包括国家标准、行业标准及地方标准	19
表 9: 公司连续多年荣获中国房地产开发企业 500 强首选门窗五金品牌	20
表 10: 根据自身战略定位, 公司选择自建销售渠道, 以直营的方式满足客户需求和市场变化	21
表 11: 公司业务拆分及关键	26
表 12: 公司盈利预测及相对估值	28

1、坚朗五金：致力于打造中高端建筑配套件集成供应商

1.1、建筑五金行业龙头企业，深耕多年综合实力雄厚

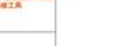
广东坚朗五金制品股份有限公司（以下称“坚朗五金”或公司）成立于2003年，主营业务为中高端建筑门窗幕墙五金系统及金属构配件等相关产品的研发、生产和销售。公司定位于建筑配套件集成供应商，以门窗幕墙五金产品为核心，延伸布局其他品类，依托自身出色的设计能力和生产效率，打造一站式的采购平台，尽可能的满足客户需求，大大降低客户通过多个供应商采购的繁琐性。经过多年发展和积累，公司在研发能力、生产规模及销售服务等方面已经具备一定优势，在行业内处于领先地位。公司旗下拥有“坚朗”、“坚宜佳”、“海贝斯”、“新安东”、“GTI(秦泰)”等自建品牌，经过多年品牌建设，均已打造成建筑五金行业内的著名品牌。除了自建品牌，公司还通过参股以及战略合作的方式进行品牌扩容，推动集成供应商的战略布局。公司当前生产基地的建筑面积超过70万m²，拥有员工总数超过14000人，是国内规模最大的门窗幕墙五金生产企业之一，于2016年正式在深交所挂牌上市。

图1：坚朗五金深耕建筑五金领域，致力将自身打造成建筑配套件集成供应商



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

图2：公司旗下拥有众多自建品牌，在行业内取得了较高知名度和美誉度

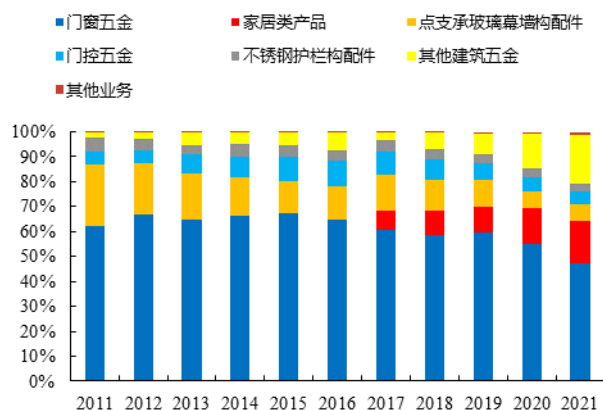
坚朗旗下品牌						坚朗参股品牌				
										
										
										
										
										

资料来源：公司公告

1.2、门窗五金贡献主要业绩，增量业绩主要来源于新品类

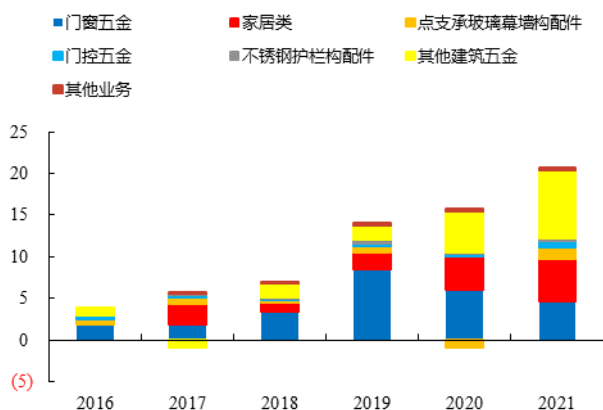
深耕五金领域，延伸其他品类，形成多元发展格局。坚朗五金以销售五金类产品起家，门窗五金一直以来都是公司销售的主要产品，2011-2017 年期间门窗五金产品贡献了公司 60% 以上的营收。近年来房地产处于下行周期，公司引导销售人员积极开拓新场景，挖掘潜在机会，包括大基建、学校、医院、厂房等非房业务。由于公司确立了以门窗幕墙五金为核心的建筑配套件集成供应商的战略布局，在原先的产品线上继续拓展延伸，不仅进入了智能锁等智能家居、卫浴及精装房五金产品领域，还着手布局了安防、地下综合管廊、自然消防排烟与智能通风窗等业务。得益于销售渠道的优势，自拓展新品类以来，业绩表现优异，除了传统的门窗幕墙五金产品之外，家具类和其他建筑五金产品在营收增量方面做出较大贡献，根据年报显示，2021 年公司营收同比增长 20.7 亿元，其中 5.17 亿元来自家具类、8.18 元来自于其他建筑五金，形成了多元化的可持续发展模式。

图3：长期以来，门窗五金贡献主要业绩



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：品类扩容之后，营收增量主要来源于门窗五金、智能家居和其他建筑五金（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

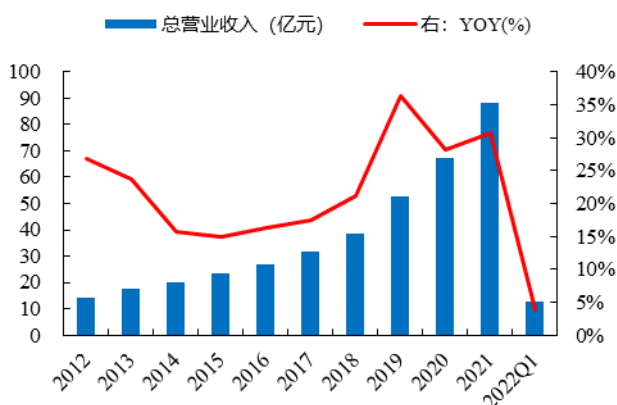
1.3、营收规模维持高速增长，短期利润受成本&疫情影响

渠道铺设完毕催化业绩兑现，营收规模保持高速增长。自成立以来，公司围绕建筑五金集成供应商的战略定位，不断丰富旗下产品族谱。公司营收规模呈现逐年上涨的趋势，2012-2020 年复合增速达到 22.12%。在 2019 年之前，公司一直处于增收不增利的状态，主要系销售渠道铺设需要大量的资金投入，2012-2018 年归母净利润复合增速仅为 5.8%。随着销售渠道的下沉完毕，培育出的新产品可以利用既有的销售网络进行推广，销售费用的增速明显放缓。渠道下沉和品类扩容的共振使得公司的营收增速明显快于费用的增长，费用率逐渐摊薄，归母净利润实现大幅上涨。公司业绩在 2019 年开始兑现，2019-2020 年归母净利润 CAGR 为 117.94%。

2021 年行业整体承压仍逆势高增。2021 年内公司面临多项经营挑战：新开工下滑，地产企业发生信用风险，地产行业需求下行；建材原材料价格大幅上涨，行业整体成本端承压等。在此背景下，公司逆势扩张销售团队，2021 年团队扩充到 6518 人，同比增长 21.6%，虽然导致销售费用增速有所反弹，但是得益于渠道优势&经营效率，全年的收入与业绩仍实现高速增长。截至 2021 年，公司实现营业收入 88.1 亿元，同比增长 30.7%；归母净利润 8.89 亿元，同比增长 8.8%。

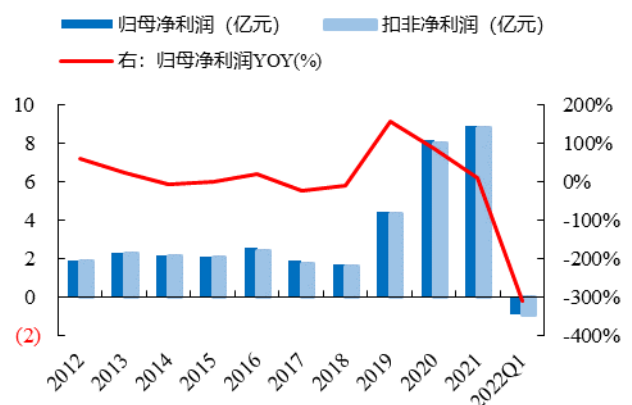
2022 年 Q1 受疫情及成本影响较大。营业收入方面：2022 年 Q1 公司实现营收 12.9 亿元，同比增速仅为 3.9%，主要系：（1）一季度本即为传统淡季；（2）下游产业链资金状况较差，为预防风险，公司主动控制发货；（3）部分地区疫情反复，下游工程项目时而停工，货物发运受到影响。**盈利性方面：**2022 年 Q1 销售毛利率为 28.8%，同比下滑 7.43pct；归母净利润为-0.89 亿元，同比转负。主要系：（1）产能利用率不高，生产成本有所上升；（2）原材料成本占比超 80%，由于非标产品交付周期较长，原材料价格超预期上涨，价格传导不畅，利润遭到侵蚀。面对毛利率下滑局面，公司将通过内部增效、提升新品价格及周转率来改善颓势，未来随着原材料价格高位回落，公司盈利将会随之修复。

图5：自上市以来，营收规模保持高速增长



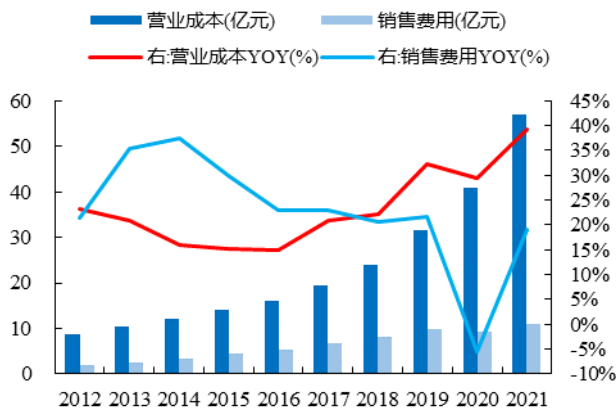
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2019年以来归母净利润大幅上涨



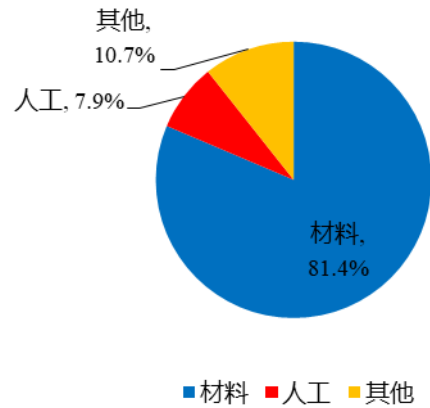
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：渠道铺设完毕，2018年后销售费用增速明显放缓



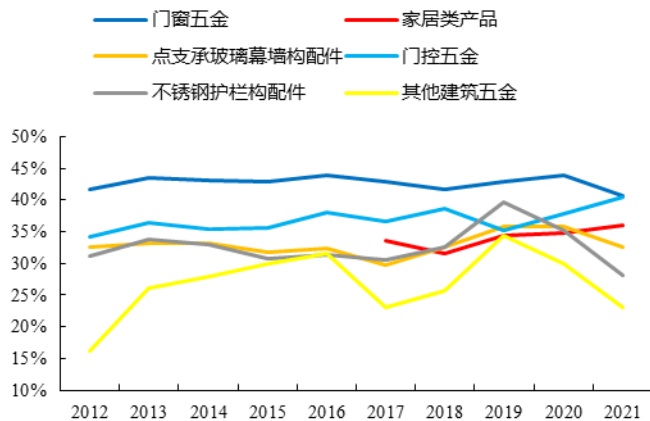
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2021年原材料占总成本的比例为81.4%



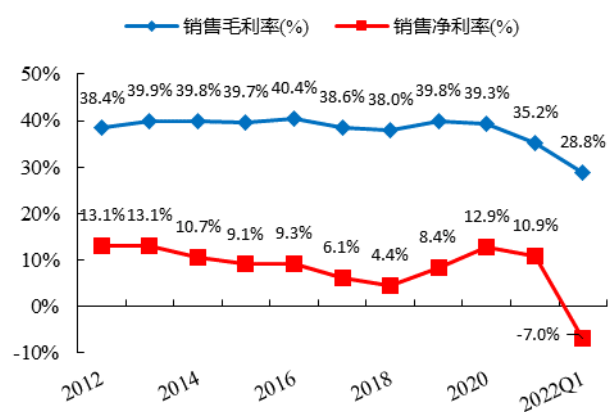
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2021年原材料价格大涨，产品毛利率有所下滑(%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

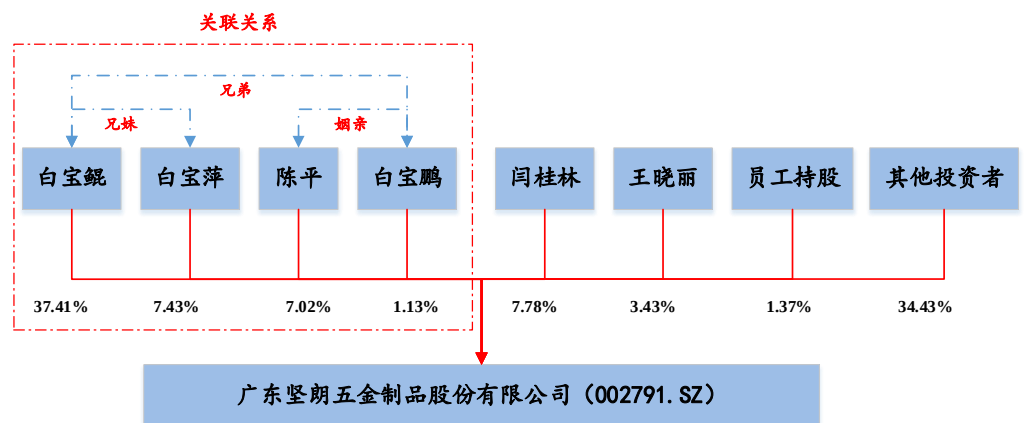
图10：受疫情和成本的影响，短期内盈利性承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、股权结构集中，激励计划目标明确

股权结构集中，战略决策执行效率高。公司于2003年由白宝鲲、闫桂林和陈平共同出资设立，时至今日仍为公司核心高层。截至2022年一季报，公司的实际控制人及最大股东为白宝鲲，直接持股比例达到37.41%，现任公司董事长兼总裁。作为行业的领军人物，白宝鲲长期专注于建筑五金领域的发展，积累了丰富的经验，具备敏锐的洞察力。公司另外两位创始人闫桂林和陈平分别持股7.78%和7.02%，是公司的第二大、第四大股东。公司前十大股东中有6位自然人，其中白宝鲲、白宝萍、白宝鹏及陈平四人存在亲缘关系，按照家族口径持股比例超过51%。整体来看，股权结构集中且长期保持稳定，有利于公司战略的统筹规划，保证了决策的执行效率。

图11：股权结构集中有利于战略规划和实施，提升执行效率


资料来源：公司公告、开源证券研究所

激励计划覆盖面广泛，有望保证未来业绩稳定增长。2019 年公司公布第一期员工持股计划，参与对象包括公司董事、中高层管理人员以及核心骨干，总人数不超过 250 人。员工持股计划受让公司股份的价格为 13.61 元/股，相较于股份过户完成日收盘价折让 64.42%。业绩考核目标为：以 2016-2018 年营收均值为基数，2019-2021 年营收增速不低于 55%/95%/140%，对应三年复合增速至少达到 33.89%。**实际结果来看，公司 2019、2020 年营收相较于基数，增速达到 61.86%、107.51%，均超额完成考核目标。**继第一期员工持股计划之后，公司于 2021 年 6 月 11 日公布了新的股票期权激励计划。根据该计划，公司本次期权激励覆盖 1697 名员工，首次授予 543.4 万份，预留 54 万份，总计 597.4 万份，占公司总股本 1.86%。期权行权价为 129.97 元/股，相较于首次授予日收盘价折让 28.13%。业绩考核目标为 2021-2025 年较 2020 年的单年度营收增速不低于 30%/66.4%/108%/160%/225%，如果满足考核要求，五年复合增速至少会达到 26.59%。期权激励计划的出台进一步建立、健全了长效激励机制，能够充分调动公司员工的积极性。**本次期权激励对象的范围相较于上次有了大幅的扩容，有助于进一步提升公司的经营效率，为公司业绩实现可持续增长保驾护航。**以 2020 年营收为基准，2021 年营收增速为 30.72%，在房地产景气下行且原材料价格大涨的背景下，公司逆势高增，完成目标。我们认为不利因素只是短期压力，随着行业景气修复，公司依然能维持较高增速。

表1：2019 年公司实施首期员工持股计划，公司业绩维持高增长

解禁安排	解禁时间 (自过户完成之日起)	解禁比例	业绩考核目标 (以 2016-2018 年营收均值为基准)
第一批	满 12 个月	40%	2019 年营收增速不低于 55%
第二批	满 24 个月	30%	2020 年营收增速不低于 95%
第三批	满 36 个月	30%	2021 年营收增速不低于 140%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表2：继 2019 年的员工持股计划后，公司实施股票期权激励，充分调动员工积极性

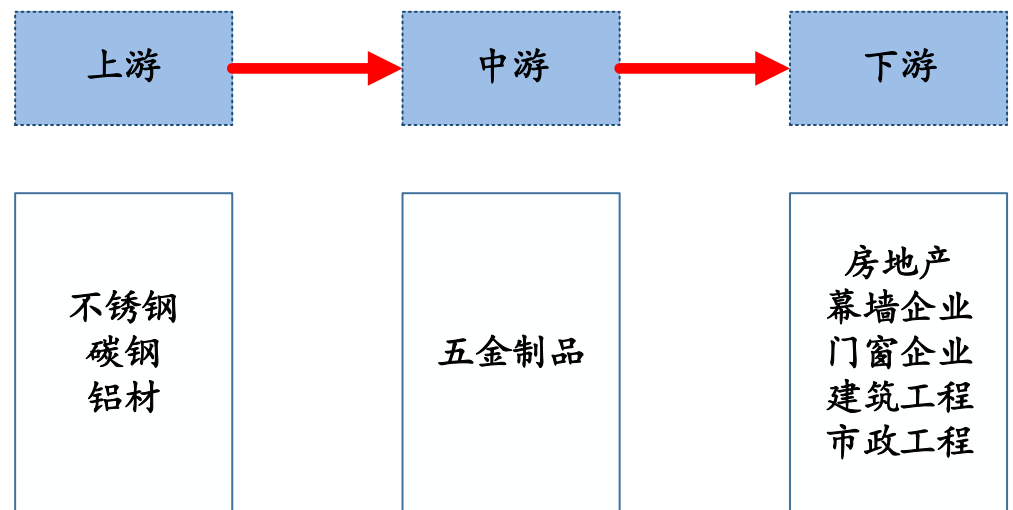
行权安排	行权时间 (自首次授予完成之日起)	行权比例	业绩考核目标 (以 2020 年营收为基准)
第一个行权期	12 个月至 24 个月内	20%	21 年营收增速不低于 30%
第二个行权期	24 个月至 36 个月内	20%	22 年营收增速不低于 66.4%
第三个行权期	36 个月至 48 个月内	20%	23 年营收增速不低于 108%
第四个行权期	48 个月至 60 个月内	20%	24 年营收增速不低于 160%
第五个行权期	60 个月至 72 个月内	20%	25 年营收增速不低于 225%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、行业空间超千亿，头部集中度稳步提升

2.1、行业门槛低，格局较为分散

五金行业按照产品的用途来划分，可分为建筑五金、工具五金、日用五金和燃气灶具等。建筑五金产品包括门窗五金、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。五金制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，下游关联行业以建筑及房地产行业为主。建筑五金的原材料主要是不锈钢、碳钢、铝材等大宗商品，原材料成本占比高，因此原材料供需关系、价格及质量将直接决定五金行业的发展方向和盈利水平。

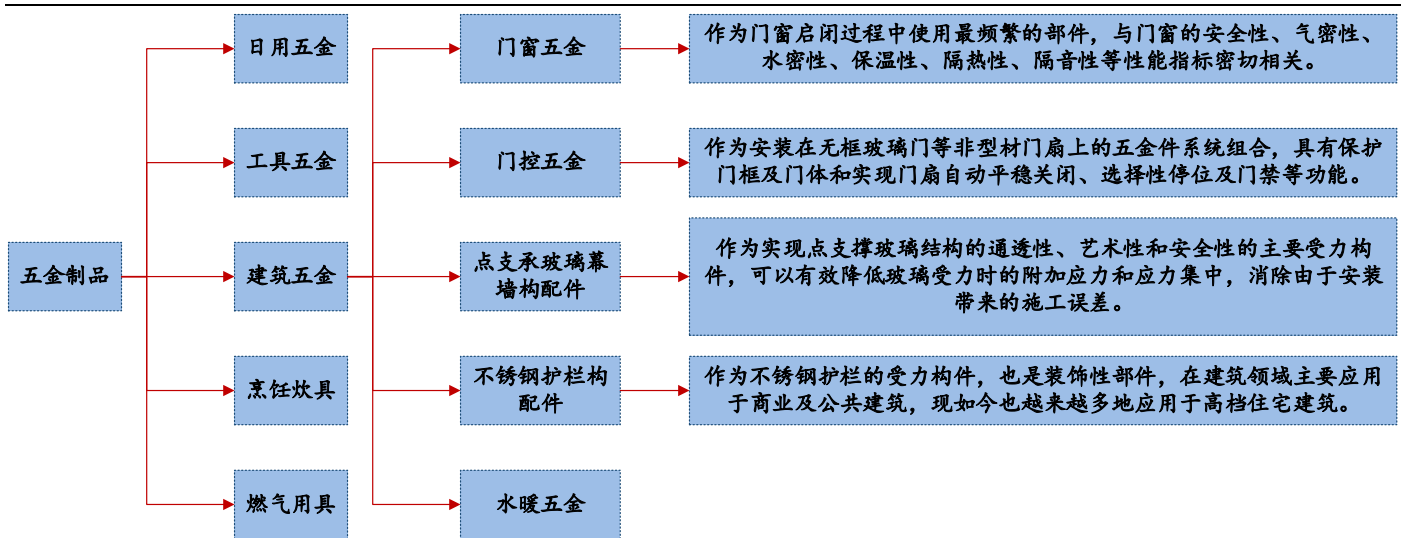
图12：五金行业上游为金属原材料市场，下游为建筑及房地产行业


资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

行业门槛较低，格局较为分散。建筑五金应用广泛，涉及大量的标准件及非标准件。以常见的门窗五金为例，由于门窗并无一个特定的标准，多是按照设计或者住家偏好来特别定制，导致五金产品的参数、规格均不相同。每个细分品类均存在大量单品，需要搭配组合才能构成完整部件，一个企业往往难以囊括所有品类。我国建筑五金产业起步比较晚，目前还属于比较零散的制造业，行业准入门槛较低，

在庞大的市场中充斥着众多企业，包括小型低端五金企业和大型五金企业。根据中国五金协会的数据，我国建筑五金行业拥有超过 4000 家企业，格局相对比较分散。截至目前，A 股市场仅有坚朗五金一家建筑门窗五金上市公司。

图13：五金制品应用领域广泛，其中建筑五金在建筑中承担重要作用



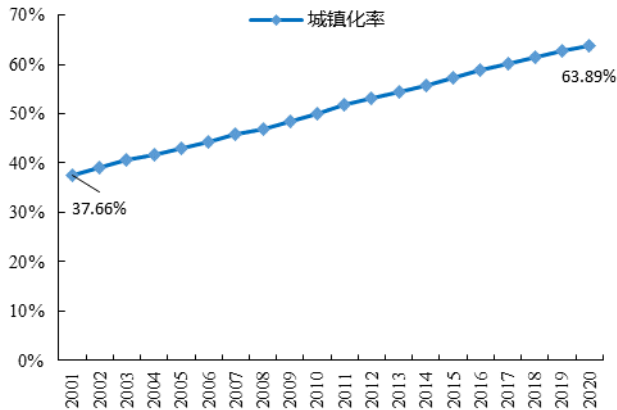
资料来源：中国五金制品协会、开源证券研究所

2.2、政策释放稳地产信号，建筑翻新、节能改造成为市场增量重点

建筑五金是与社会发展密不可分的重要产业，新建房、新基建、存量房、节能改造为市场空间提供支撑。建筑五金作为传统的建筑材料，在城镇化建设中具有较强的稳健性及不可替代性，是一个具有长久生命周期的行业。一方面，伴随着我国城镇化的推进，建筑业的持续发展带动建筑五金的需求不断提升，新建建筑、新基建为建筑五金提供了广阔市场空间。另一方面，经过二三十年的城镇化建设，我国存量建筑规模日益扩大。随着时代的发展，人们对于住宅品质提出了更高的要求，旧房修缮是建筑五金行业发展的一大契机。同时，“碳中和”时代来临，绿色建材、建筑节能愈发重要，因此节能改造也有望带动建筑五金行业的扩张。

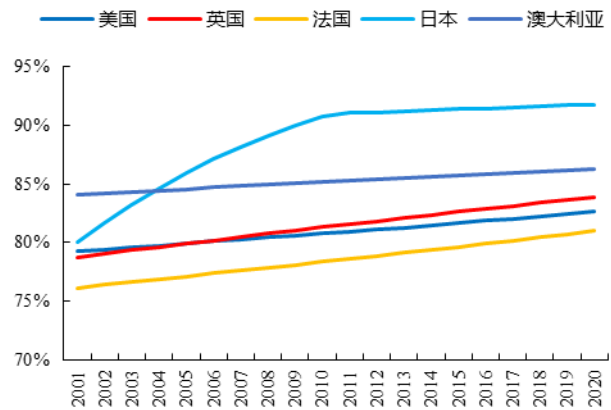
新建房：城镇化建设稳步推进，建筑五金市场空间持续扩张。城镇化是社会发展的必然趋势，是现代化的必由之路。我国城镇化建设自 1990 年代中期开始大力推进，城镇化率从 2001 年的 37.66% 增长到了 2020 年的 63.89%，实现了近乎翻倍的增长。截至 2020 年，美国、英国、法国、日本、澳大利亚这五个发达国家的城镇化率已经达到 82.66%、83.90%、80.98%、91.78%、86.24%，由此可见，我国的城镇化仍然存在较大的成长空间。随着城镇化进程的推进，我国建筑业市场蓬勃发展，2020 年建筑业总产值达 26.39 亿元，2011-2020 年 10 年复合增速达 10.64%；2021 年全国房屋新开工面积达 19.89 亿平方米，作为“房住不炒”的元年，增速虽有下滑，但仍处于较高水平。

图14：2020年我国城镇化率已达63.89%，较2001年实现近乎翻倍增长



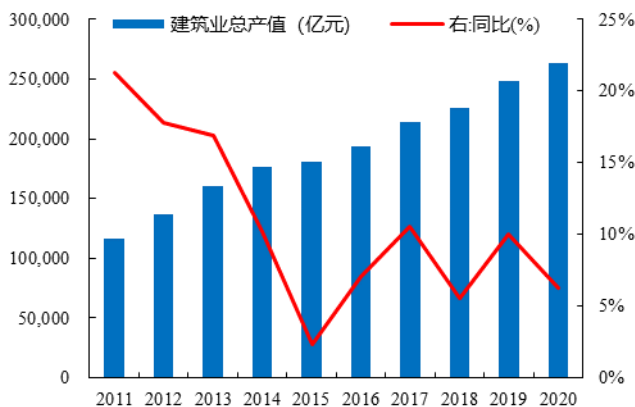
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图15：2020年，美英法日澳五个发达国家的城镇化率保持在80%以上



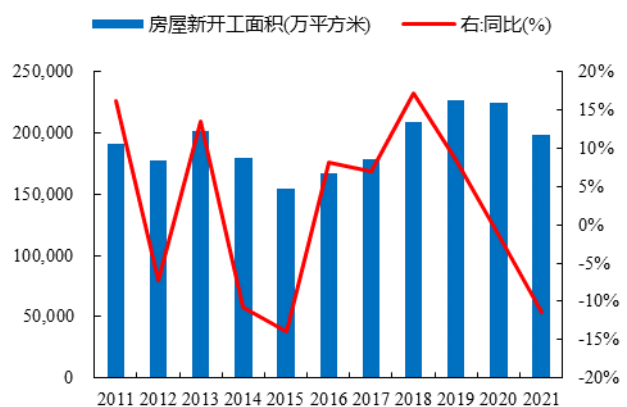
数据来源：World Bank Group、开源证券研究所

图16：2011-2020年我国建筑业总产值CAGR达10.64%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2021年是“房住不炒”的元年，新开工面积增速虽有下滑，但仍维持较高规模



数据来源：Wind、开源证券研究所

新基建：政策加码，推动新型基础建设、新型城镇化建设，统筹区域发展。受新冠疫情的冲击，全球经济发展面临严峻考验。消费、出口及投资是我国经济增长的三大驱动力，国内疫情在局部地方反复出现，制约消费恢复；海外疫情得到控制，生产端逐步恢复，我国出口订单数量承压，较难维持2021年较高水平。因此，扩大有效投资，成了政府接下来的重点任务。各省政府的工作报告明确提出了2022年固定资产投资目标，要适度提前布局重大基础设施，围绕“两新一重”，让新型基础设施建设与新型城镇化建设和重大工程建设有机结合，使得传统基建和新基建协同发力。根据中国住建部印发的《“十四五”建筑业发展规划》，全国建筑业总产值年均增长率要保持在合理区间，建筑业增加值占国内生产总值的比重要保持在6%左右，由此看来，未来建筑业市场空间将会持续扩容。

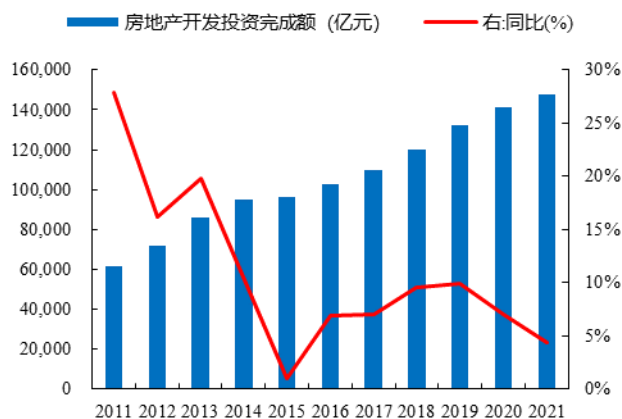
表3：各省政府工作报告明确提出了 2022 年固定资产投资目标，要适度提前布局重大基础设施，围绕“两新一重”

省份	2021 年固定资产投资增速	2022 年固定资产投资增速目标	政府工作报告
安徽	9.40%	10%以上	1.以重大项目牵引扩大有效投资，适度超前开展基础设施投资，加大制造业、高新技术产业投资力度，全年新开工亿元以上重点项目 2600 个以上、竣工 1200 个以上。2.加快新型城镇化建设，加强优质产业空间供给，补齐产业园区城市功能短板，推动产业集群化、集群园区化、园区社区化、社区城镇化。实施县城补短板强弱项工程，支持有条件的县城和城镇按照中小城市标准建设，扩大人口较大县城设置街道改革试点。
辽宁	2.60%	10%左右	1.加快建设红沿河核电、徐大堡核电、沈白高铁，开工建设京哈高速绥中盘锦段改扩建工程、本桓宽高速、凌绥高速及兵器集团精细化工及原料工程项目。2.大力发展县域经济，建设产业园区。做强做优“一县一业”，努力培养一批农业强县、制造强县、商贸强县、文旅强县。
甘肃	11.10%	9%	1.积极扩大有效投资，新增高铁里程 184 公里，力争新增一级高速公路 700 公里，加快机场建设工作，优化水网体系布局。2.推动以人为核心的新型城镇化，落实共建兰西城市群“1+3+10”行动计划，统筹大中小城市与小城镇融合发展，加快榆中、敦煌国家级新型城镇化示范县城建设，抓好马鬃山“兴边富民行动中心城镇”试点。
湖南	8%	7.50%	1.全方位推进“十四大交通工程”、“六大水利工程”建设，力争基础设施投资增长 10%；实现 5G 网络和千兆光网覆盖全部乡镇。2.推进以人为核心的新型城镇化，大力发展县域经济。
重庆	6.10%	6%	1.积极扩大有效投资，抓好项目储备，加强政策对接。适度超前开展基础设施投资，抓好基础设施投资放量，抓好工业投资提质增效，用好产业链招商等方式，引进一批牵引性强、可持续发展的项目。2.持续推进城市提升，提高城市功能品质。深入推进以人为核心的新型城镇化，加强城市规划、建设、管理，努力建设国际化、绿色化、智能化、人文化现代大都市。
江西	10.80%	8%以上	1.重点推进 3453 个省大中型项目，年度投资 1.1 万亿元以上。2.实施城市功能与品质提升行动，完成县级城市建成区黑臭水体排查并启动整治，32%建成区达到海绵城市建设要求，力争 30%城市（县城）达到省生态园林城市标准。
广西	7.60%	10%	1.自治区层面统筹推进重大项目 2000 项以上；开工一批高速公路项目、里程 2000 公里以上，全面实现县县通高速，力争引进 10 家以上“三类 500 强”企业，完成投资 8200 亿元以上；新建 5G 基站 1.5 万个；工业互联网新基建项目 30 个。2.加快建设桂林世界级旅游城市和广西世界级旅游城市目的地，开展“百镇千村”生态特色文化旅游创建。
广东	6.30%	8%	1.适度超前开展基础设施投资，加快交通强省建设。推进广湛等高铁建设，做好漳汕高铁新通道等项目前期工作；抓好深中等跨江跨海通道和沈海等高速公路改扩建项目，推进普通国省道和普通公路危旧桥、渡改桥升级改造。加快世界级机场群港口群建设，加快新型消费基础设施和载体建设。2.积极作为深入推进粤港澳大湾区建设，全力建设好深圳先行示范区，推动广州加快实现老城市新活力和“四个出新出彩”，高水平推进横琴粤澳深度合作区建设，全面深化前海深港现代服务业合作区改革开放。
新疆	15%	10%左右	1.加快旅游基础设施建设，适度超前开展基础设施投资。加快推进综合立体交通建设，加快推进水利建设，加快推进能源建设，加快推进通信建设；有序推进城市更新，加强城市公共交通、市政设施、地下管网建设。2.加快新型城镇化建设，培育一批城市群和区域中心城市，促进城乡融合发展。

资料来源：各省政府工作报告、开源证券研究所

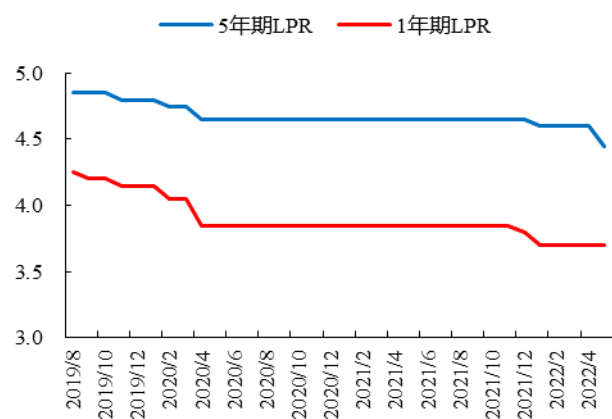
政策释放稳地产信号，地产企稳预期增强。2021年12月召开的中央经济工作会议强调了房地产对于国民经济的重要性，在2022年经济工作稳字当头的目标之下，稳定的房地产市场更是重中之重。会议同时释放两个重要的信息，在“房住不炒”的大原则下，一方面引导市场负面预期回归稳定，房地产金融政策或将围绕“满足合理住房需求”边际宽松；另一方面持续推进市场的制度性建设，如租住结构的优化（长租房市场）、住房供应体系的完善（保障性住房建设）等。根据中房网统计，2022年1月全国共发布房地产调控政策达66次，同比增长57%，调控主要围绕放松公积金贷款限制、加大保障性租赁住房供应力度、加强商品房预售管理、下调LPR、细化老旧小区改造工作等方面。3月以来，国内疫情多有反复，对实体经济产生较大冲击。面对经济下行压力，中央加大稳增长力度，包括5年LPR调降15BP以及个人首套住房商业性贷款利率下限的下调。截至5月24日，全国有134座城市累计出台楼市调控政策223次，仅4月就有66个城市出台政策，超过一季度总和。宽松政策愈加密集，且频次逐月走高，彰显政府“稳增长”决心。我们认为，考虑到房地产稳定对于经济稳增长起到重要作用，同时地产调控力度边际缓和，政策有意维稳市场预期，并引导房地产投资与供应进入良性循环和健康发展的轨道上，后期房地产行业有望企稳。

图18：我国房地产投资开发完成额一直稳步增长



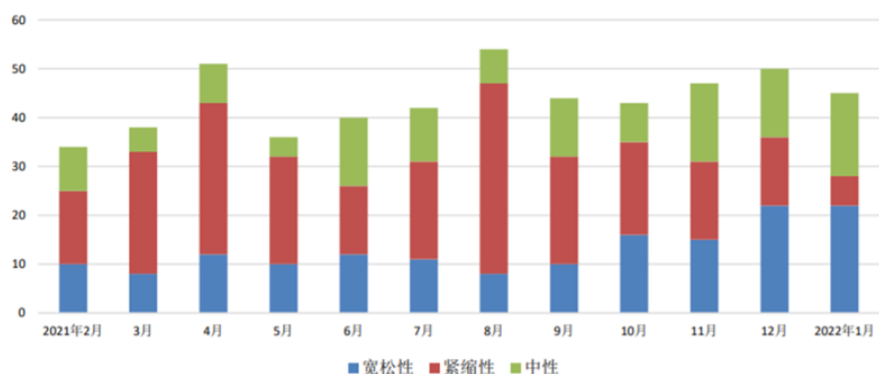
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：LPR下调降低房贷成本，或将刺激需求回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

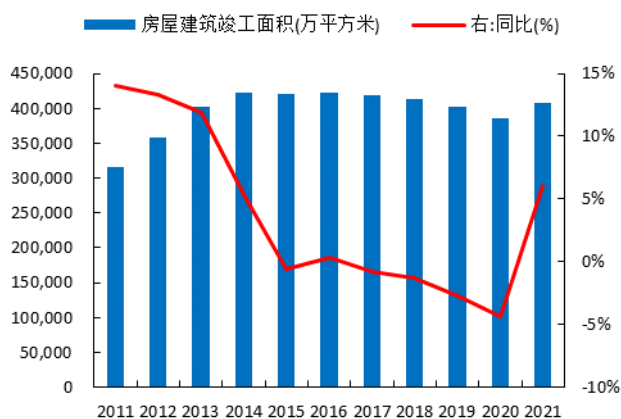
图20：地方房地产调控政策调性变化：2022年1月宽松性政策数量连续第二个月超过紧缩性政策，地方房地产政策环境持续改善



资料来源：中房网

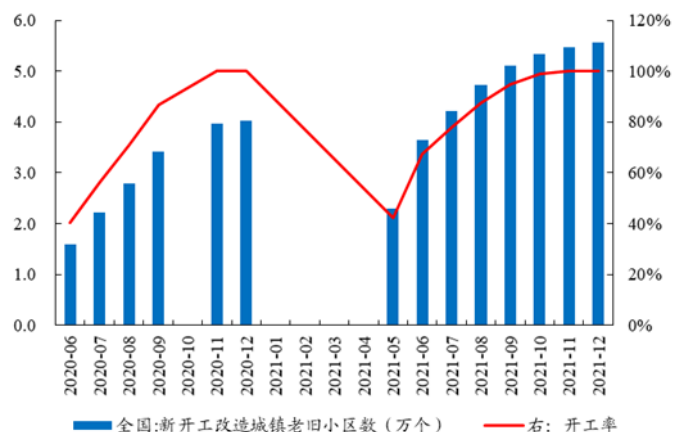
存量房&节能改造：存量建筑为建筑五金带来新的需求。2013 年以来，我国每年房屋建筑竣工面积均保持在 40 亿平方米以上，累计竣工面积超 300 亿平方米，构成了庞大的存量建筑面积。其中，待改造翻新的老旧小区基数较大，且由于建筑年份较早，开工时期的防水工程相对并不完善，存在大量建筑防水升级的刚性需求。近年来，政策端对于城市建筑翻新修缮的重视程度逐渐提升。2018 年住建部发布《关于进一步做好城市既有建筑保留利用和更新改造工作的通知》，明确提出要高度重视城市既有建筑保留利用和更新改造，拉开旧改大幕。2020 年 7 月，国务院印发《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，要求力争在“十四五”期末基本完成 2000 年底前建成需改造城镇老旧小区改造任务。各地加快推进城镇老旧小区改造，多个地方政府于 2021 年发布旧改规划。根据住建部数据，2021 年全国范围内新开工改造的城镇老旧小区数达 5.55 万个，同比增长 37.9%。除此之外，“碳中和”时代来临，国家对于建筑环保有了新要求。截至 2021 年末，我国现存约 680 亿平方米建筑，90% 以上是高能耗建筑。根据《“十三五”建筑业发展规划》，到 2020 年，城镇绿色建筑占新建建筑比重达 50%，占新开工全装修成品住宅面积达到 30%，绿色建材应用比例达到 40%，节能改造也为建筑五金带来新的需求增长点。

图21：2013 年以来每年房屋建筑竣工面积均在 40 亿平方米以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2021 年城镇改造老旧小区数量明显增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、建筑五金市场超千亿，行业空间广阔

市场容量测算：

➤ 门窗五金

- **新建需求：**根据坚朗五金招股说明书，建筑门窗面积与建筑面积的比例因不同建筑形式而有所不同，按照一般建筑物估算，门窗面积约为建筑面积的 25%。2021 年我国房屋建筑竣工面积为 40.83 亿平方米，门窗面积约为 10.21 亿平方米。按照每 1.5 平米需要 1 套门窗五金系统来看，2021 年的门窗五金需求是在 6.81 亿套。门窗五金按照 70.62 元一套计算，新建需求为 480.54 亿元。
- **修缮需求：**门窗五金使用寿命一般是 15 年左右，按照 2006 年房屋建筑竣工面积 19.97 亿平方米来计算，门窗五金修缮需求 3.33 亿套，对

应修缮需求为 235.03 亿元。

- **点支承玻璃幕墙构配件：**根据《中国建筑装饰行业“十四五”发展规划》，中国建筑装饰总产值从 2015 年的 3.4 万亿元增长到 2020 年的 4.88 万亿元，其中幕墙工程总产值由 3200 亿元增长到 4300 亿元。按照规划，到 2025 年，建筑装饰行业产值规模要达到 6.5 亿元，2021-2025 年复合增速为 5.9%。我们假设幕墙工程保持与行业相同的增速，则 2021 年幕墙工程产值为 4553.73 亿元。根据公司招股说明书，点支承玻璃幕墙约占建筑幕墙产值的 10%，而构配件又占点支承玻璃幕墙价值的 15% 左右。我们测算 2021 年点支承玻璃幕墙构配件行业容量约为 68.31 亿元。
- **门控五金：**受商业地产崛起的影响，门控五金行业蓬勃发展。根据公司招股说明书，2010 年国内门控五金产值约为 290 亿元。2010 年我国商业用房竣工面积为 7931.4 万平方米，2021 年为 8717.91 万平方米，增长幅度为 9.92%，我们测算 2021 年门控五金市场容量约为 318.76 亿元。

表4：建筑五金行业容量超千亿，空间广阔

门窗五金		
	新建	修缮(使用寿命 15 年)
房屋竣工面积（亿平方米）	40.83	19.97
门窗面积(亿平方米):假设占建筑面积的 25%	10.21	4.99
门窗五金套数(亿套): 按每 1.5 平米需要 1 套	6.81	3.33
门窗五金价格(元)	70.62	70.62
门窗五金市场容量（亿元）	480.54	235.03
点支承玻璃幕墙构配件		
建筑装饰行业总产值（万亿元）	5.17	
幕墙工程产值（亿元）	4553.73	
点支承玻璃幕墙产值（亿元）：占幕墙的 10%	455.37	
构配件市场容量（亿元）：占点支承幕墙的 15%	68.31	
门控五金		
年份	2010	2021
商业用房竣工面积（万平方米）	7931.4	8717.91
门控五金市场容量（亿元）	290	318.76
市场总容量（亿元）		1102.63

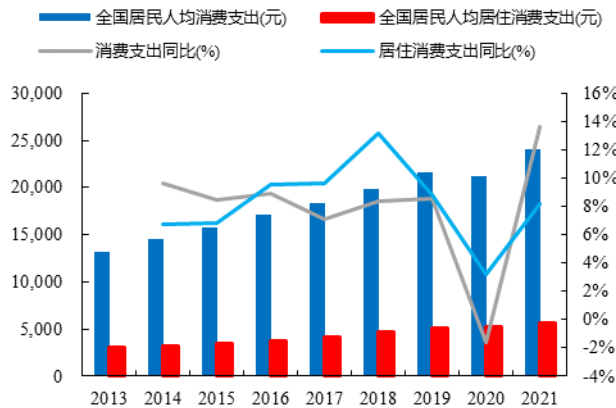
数据来源：公司招股说明书、《中国建筑装饰行业“十四五”发展规划》、开源证券研究所

2.4、行业集中度提升且呈现高端化，马太效应凸显

居民消费水平提升，对中高端产品愈发偏好。随着生活条件逐步改善，人们对能源环境及生活质量有了新的追求，五金产品逐步向中高端方向发展。现如今，人们对建筑门窗的美学价值和内在的使用功能更为关注，如采光、通风、防风雨、换气、排烟等，中高端建筑门窗开始大量涌现，例如：隔热断桥铝门窗、实木复合门窗、铝木复合门窗等，2020 年中高端门窗市场规模占比已经达到 64.5%。传统的低

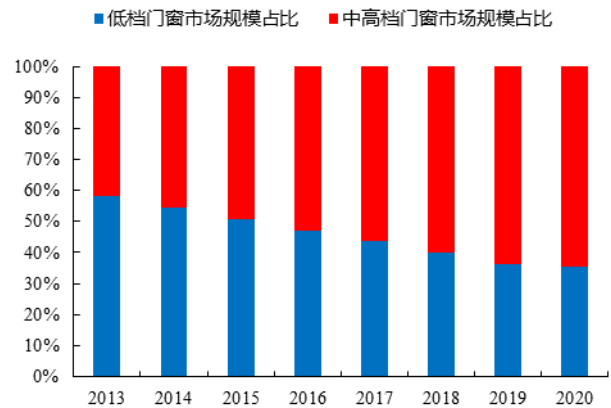
端门窗五金无法满足中高端门窗的设计需要，结合门窗整体性能进行系统化设计的中高端门窗五金得到快速发展。

图23：全国居民消费水平逐步提高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：2013年以来中高端门窗市场份额逐步提升



数据来源：观研天下、开源证券研究所

表5：随着人们对能源环境及生活质量的不断追求，建筑五金朝着中高端方向发展

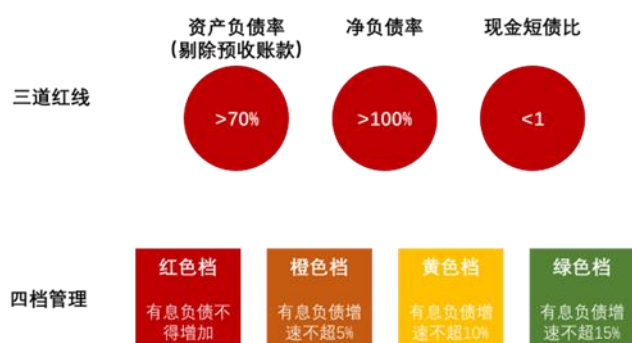
类别	维度	中高端产品的优势
门窗五金	结构设计	通过灵活的系统配置可实现门窗内平开下悬、内平开对开等多种启闭形式以及微缝通风、安全防盗、防误防脱等功念。
	产品性能	具有良好的耐久性、抗震性、安全性、耐腐蚀性等。
	外观设计	通过个性化设计和精密的表面处理，可展现丰富的样式和色彩。
门控五金	产品构成	从传统的地弹簧、闭门器、拉手等扩展到推拉移门、电锁、逃生推杠锁等，使得门扇更具自动启闭、门禁、消防等智能化管理功能。
	产品性能	承重范围更大、缓冲性能好、使用寿命长，耐腐蚀、抗变形，环保、实用、节能效果突出。
	装饰设计	通过个性化的设计和精密的表面处理，如文字标识、语音装置设置以及镜光、亚光、拉丝等表面处理等，使得门扇更具装饰效果。
点支承玻璃幕墙构配件	结构设计	在材质上以常见的奥氏体型不锈钢（304、316）为主，同时采用双相不锈钢和沉淀硬化型不锈钢等高品质不锈钢，其连接装置和支承结构设计的较小，减少了对玻璃通透性和人们视野的影响。
	产品性能	具备较强的承载力、耐腐蚀性及抗拉性能等
	外观设计	可以结合幕墙整体结构和玻璃尺寸进行个性化设计
不锈钢护栏及构配件	结构设计	采用优质不锈钢制作，以双板立柱、单板立柱为主。可与太阳能光伏发电系统、太阳能真空管、真空集热板结合应用。
	产品性能	具有较强的机械性能和优越的耐腐蚀性能，同时具备良好的抗水平荷载性能、抗垂直荷载性能、抗软重物撞击性能，能够保障建筑物的使用安全且降低能耗。
	外观设计	采用个性化设计，厚板异型加工而成，在冷加工、热加工、焊接和机械抛光等方面具有良好的表现，易于表面着色，体现丰富的色彩效果。

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

下游地产集中度提升，带动五金行业龙头份额提升。在政策坚持房地产行业“房住不炒”的总基调下，传统的高杠杆举债的发展模式不再适用，中小房地产企业融

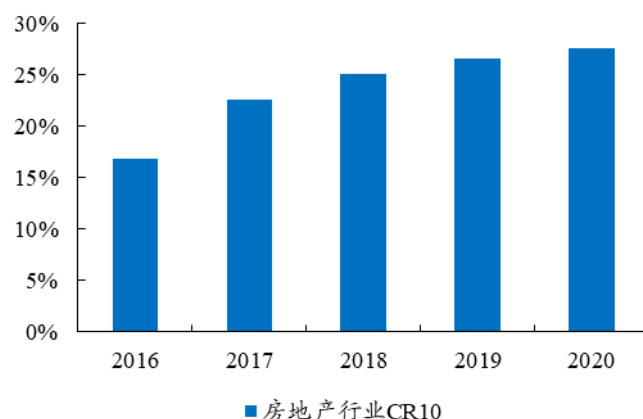
资面临较大瓶颈，资金周转压力增大，面临破产出清风险。2020 年内住建部及央行明确了重点房地产企业资金检测及融资管理规则，制定“三道红线”及“四档管理”，加剧了地产行业中小企业的出清。同时，行业内收并购加速，2021 年内大型头部房企包括龙湖集团、碧桂园、万科等均在年内完成多起收并购事件。龙头房企市场份额进一步提升。根据中指研究院数据，2021 年上半年 TOP100 房企权益销售额共计 5 万亿元，市场份额为 56.6%，同比提升 2.1pct。2020 年房地产行业销售入口径的 CR10 为 27.5%，同比提升 1.1pct，较 2016 年提升 10.7pct。而由于龙头房企普遍与上游建材行业龙头供应商之间存在较为稳定的合作关系，房地产行业龙头市场份额的提升直接带动上游建筑五金行业提升集中度。

图25：2020 年监管部门制定房企融资“三道红线”



资料来源：住建部、开源证券研究所

图26：近年来，房地产行业集中度稳步提升



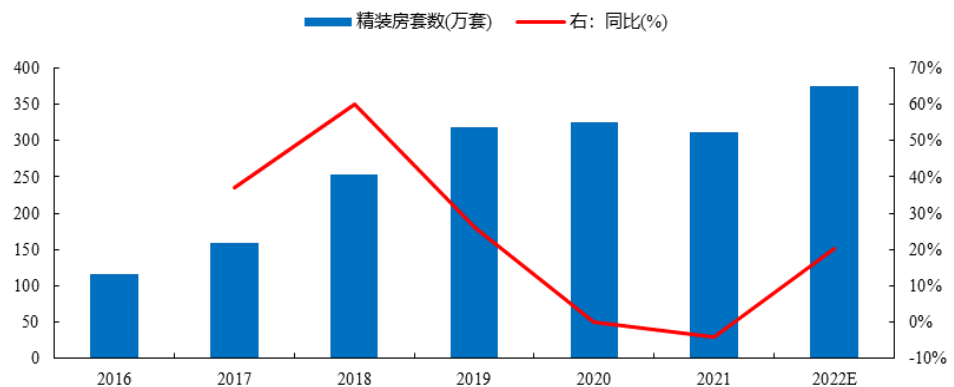
数据来源：中指研究院、开源证券研究所

精装房渗透率提升，集采偏好有利于大型五金企业。房地产企业已由粗放型的竞争向经济性的竞争转变，对品质和口碑更为关注，房屋的建造、装修设计以及建筑五金的配置将受到越来越多的重视。近年来，房地产行业监管加强，房产开发整体趋缓的情况下，精装房开盘套数保持稳定增长，根据奥维云网数据，2021 年全国精装房开盘 312 万套，2021 年 1-9 月全国除了西南地区以外精装修渗透率较 2020 年均有所提升。在此背景下，房地产开发商对建筑材料集中管控和战略合作的需求日益突出，需要供应商能提供系统解决方案。建筑五金行业逐步向“制造+服务”的方向发展，大型建筑五金企业更能够契合房企对于集采和系统解决方案的需求。

表6：除了西南地区，全国大部分地区的精装房渗透率相较于 2020 年有所提升

片区	2021 年 1-9 月精装修渗透率	相较于 2020 年变化
东北	49.30%	9.20%
华北	23.60%	4.60%
华中	21.60%	4.80%
华东	40.20%	2.70%
华南	56.50%	9.50%
西北	37.70%	7.60%
西南	25.40%	-1.30%

数据来源：奥维云网、开源证券研究所

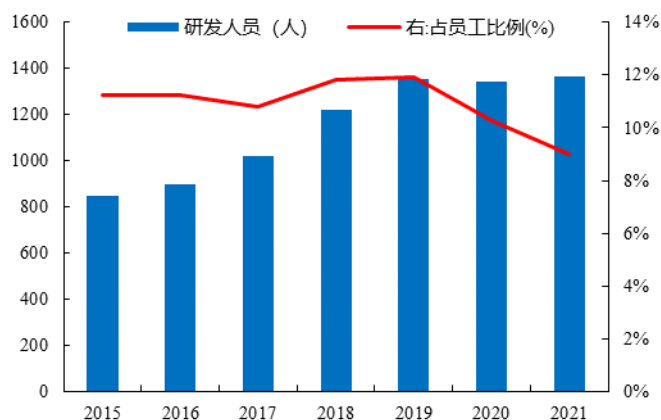
图27：房地产整体开发趋缓，但精装房开盘套数有望保持稳定增长


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

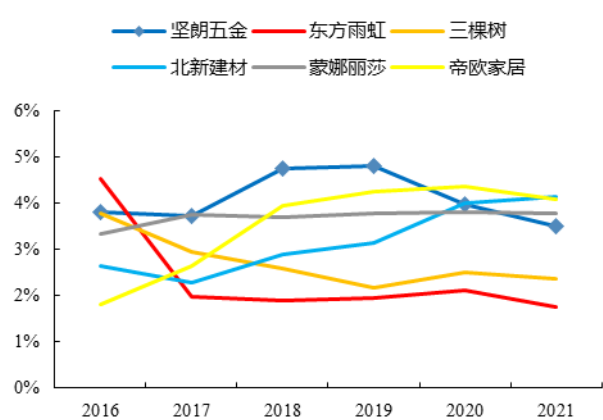
3、核心优势显著，研发能力、渠道和信息化铸就自身护城河

3.1、注重研发投入构筑技术壁垒，品牌影响力持续提升

研发实力强劲，能够快速满足市场需求。随着房地产精装房市场的发展以及消费者愈发精致的生活品质，带来新的消费升级。中高端五金产品不仅要满足定制化的设计需求，以匹配现代建筑的发展趋势，还需具备优良的产品品质，包括力学性能、使用寿命、安全性、节能性及防腐蚀性等方面。诸多高要求需要公司具备过硬的技术实力，涉及综合应用化学、材料、冷热加工、机械制造等相关领域，因此设计研发实力将决定五金企业的成长上限。坚朗五金将自身定位于中高端建筑配套件集成供应商，自始至终注重自身研发能力，持续加大研发投入，用于提升节能环保性能、高端表面处理水平、结构设计多样化，满足门窗幕墙多种功能性需求，同时还包括加大对智能家居、管廊管道等新产品类别的研发投入，丰富产品族谱。围绕建筑五金进行多元化发展，可以增强公司的盈利和抗风险能力。2015-2021年公司研发人员数量由846人增加到1368人，近5年公司研发人员维持在千人规模。2021年研发投入超过3亿元，占营收比重3.52%，近年来公司的研发投入占营收比例一直处于消费建材公司前列。

图28：长期以往，公司研发人员占比维持高位


数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：坚朗五金的研发投入占营收比例位于行业前列


数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：立足门窗幕墙五金产品，持续进行品类扩充，丰富产品族谱



资料来源：公司官网、开源证券研究所

高水平的研发及检测试验能力，配合制定多项行业标准。公司利用信息化管理工具以及大数据分析技术相结合，搭建“研发体系管理信息化平台”。经过多年的技术积累和工艺开发，公司研发生产技术水平已经位于行业领先地位，累计获得专利900余项。同时，公司拥有国家CNAS认可的检测实验室，并与多家全球知名检测机构建立了检测技术研究和创新合作关系。依托自身强大的研发能力和检测实力，公司参与了多项国家标准、行业标准、地方标准、团体标准的编制工作。2020年公司完成主编或参编国家或行业标准22项，累计完成近250项。

表7：依托加大研发能力，公司生产工艺技术水平业内领先，并拥有多项成果

生产工艺技术	技术研发成果
双相不锈钢锚具压制技术	高性能多功能建筑外窗五金系统
大吨位拉索锚具压制技术	建筑门窗多点锁闭五金系统
超大直径钢绞线捻制技术	新型节能门窗用隐藏式五金系统
大直径不锈钢钢绞线、锌铝混合稀土镀层钢绞线、全密封钢丝绳预张拉技术	下悬内平开五金微通风系统
大吨位全自动冲压技术	高强锚具不锈钢拉索
精密铸造技术	拉索预应力施加和内力检测技术
锌合金及铝合金压铸技术	双向全开玻璃门门控五金系统
粉末涂料喷涂技术	隐藏式推拉门门控五金系统
卷装金属板高速分条生产线	玻璃推拉折叠门系统

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

表8：公司参编或主编多项标准，包括国家标准、行业标准及地方标准

标准类别	标准名称	参与方式
国家标准	《建筑幕墙》	参编
国家标准	《建筑门窗术语》	参编
国家标准	《建筑外门窗气密、水密、抗风压性能分级及检测方法》	参编
国家标准	《建筑窗用内平开下悬五金系统》	参编

标准类别	标准名称	参与方式
行业标准	《建筑玻璃点支承装置》	主编
行业标准	《建筑用闭门器》	主编
行业标准	《住宅卫浴五金配件通用技术要求》	主编
行业标准	《建筑幕墙用平推窗滑撑》	主编
地方标准	《建筑幕墙点支承装置用转接件》	主编
地方标准	《建筑幕墙可靠性鉴定技术规程》	参编
地方标准	《建筑节能门窗工程技术规范》	参编

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

深耕多年，公司品牌具有影响力和美誉度。建筑五金既是受力构件，又可作为装饰部件。高质量的产品可以完美实现建筑结构的功能发挥，在保障安全、节能、美观等方面尤为重要。五金企业的下游客户大多是房地产开发商、建筑施工单位，这些客户都十分关注五金产品的成熟度和实际应用情况。因此，在中高端市场，下游客户更加重视五金企业的品牌形象及工程业绩，而口碑则需要通过长期参与并出色完成工程项目累积起来。坚朗五金依托自身强大的研发、设计、生产能力，不断提升品牌影响力和美誉度。根据优采平台显示，坚朗连续多年荣获中国房地产开发企业 500 强首选门窗五金品牌。五金行业格局分散，品牌众多。几乎每年首选品牌前十位的位次都要进行一定程度的洗牌，唯独只有坚朗五金连续稳坐第一宝座，而且与二、三名有着不小的领先优势。截至 2021 年，公司首选率已达 20%，自 2017 年以来逐年提高。

表9：公司连续多年荣获中国房地产开发企业 500 强首选门窗五金品牌

2018			2019		2020		2021	
排序	品牌名称	品牌首选率	品牌名称	品牌首选率	品牌名称	品牌首选率	品牌名称	品牌首选率
1	坚朗	17%	坚朗	18%	坚朗	19%	坚朗	20%
2	国强	12%	合和	14%	合和	15%	兴三星	17%
3	春光五金	10%	兴三星	10%	兴三星	12%	国强	13%
4	丝吉利娅	8%	国强	9%	国强	9%	合和	13%
5	诺托	8%	诺托	8%	丝吉利娅	8%	丝吉利娅	8%
6	合和	7%	立兴杨氏	7%	立兴杨氏	8%	诺托	6%
7	海福乐	5%	丝吉利娅	5%	诺托	6%	雄进	4%
8	祥盛五金	3%	海福乐	4%	田边	3%	立兴杨氏	3%
9	立兴杨氏	2%	田边	2%	雄进	2%	格屋	3%
10	田边	1%	祥盛五金	1%	格屋	1%	田边	2%

数据来源：优采平台、开源证券研究所

3.2、倾力打造销售渠道，直销渠道竞争力强

以直销渠道为主，与客户联系紧密，提供更专业服务。我国建筑工程普遍存在着工期较短、分布较广等特点，五金市场也极为分散，因此渠道建设是重中之重。建筑五金行业主要有直销、经销和网络销售三种销售模式。目前，国内中小型五金

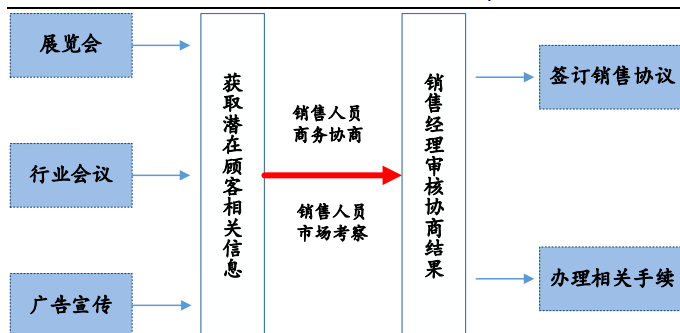
企业主要采用经销商的销售模式，通过层层经销商下沉渠道。虽然经销模式有助于短时间内提高产品铺货率、抢占市场，但是由于经销商缺乏相关专业知识，难免会推荐不合适产品，从而导致产品不配套的问题时常发生。而坚朗五金作为国内优秀的大型五金企业，一直将高增长作为目标，倾力打造直销渠道来努力实现市场的全覆盖。众所周知，每幢建筑从规划到落地都要经历漫长的过程，在前期开发商通常会与设计院或顾问单位进行对接。在此时，设计院对建筑的规划往往停留在概念或是构思环节。由于采用直销模式，公司的销售人员会主动接触设计院或开发商，通过样板房参观和工程案例展示，在完成产品介绍的同时，提供一些灵感和启发，从而间接将产品植入到设计方案当中。在后续的采购环节，公司的产品或已抢得先机。同时，如果开发商对设计方案进行调整，公司也可以敏锐捕捉，调整相应方案或策略。坚朗五金采用“研发+制造+服务”的全链条销售模式，通过自建销售渠道，在深度及广度上更充分、直接地与终端市场对接，不仅能够及时精准捕捉客户需求的变化，从而调整研发重点，使得公司长期保持在产品迭代的前沿，还能够持续跟踪且提供专业化服务，有效提高客户粘性。

表10：根据自身战略定位，公司选择自建销售渠道，以直营的方式满足客户需求和市场变化

模式	渠道	优势	劣势	适用企业
直销	自建销售渠道	能够主动贴近市场需求，把握市场动态，提供更为专业的技术服务，有利于客户关系的维护	渠道建设成本较高，企业管理难度较大	有实力的大型企业
经销	原始的五金一条街、零散的五金商店、专业化的五金建材市场、五金连锁经营超市、代理商等	有助于短时间内提高产品的铺货率及市场覆盖面，快速抢占市场	经销商同时销售多种产品，缺乏相关专业知识，不了解产品的设计理念和使用条件，从而导致产品选用错误带来工程问题	中小五金企业
网络销售	电子商务	方便、快捷、覆盖面广，突破了传统的时间和地域限制，有助于降低成本，提升利润空间	体验感不佳，不利于长期维护客户关系	均适用

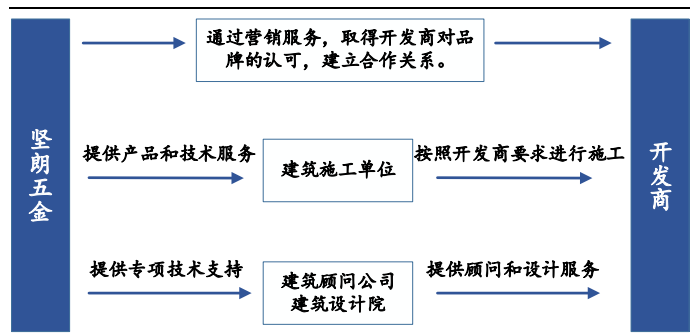
资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图31：公司通过直销渠道主动贴近客户，直接对接需求



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

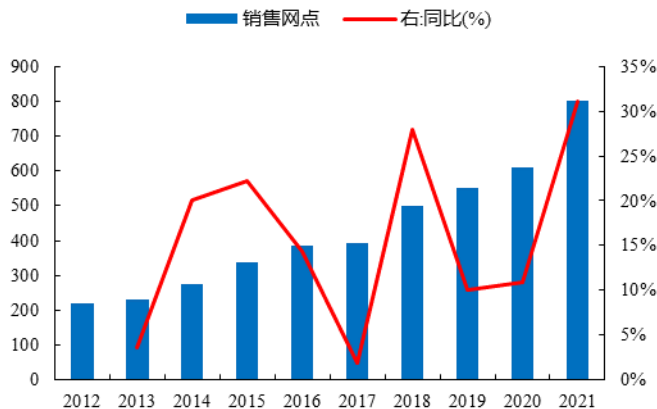
图32：公司采用“研发+制造+服务”的全链条销售模式



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

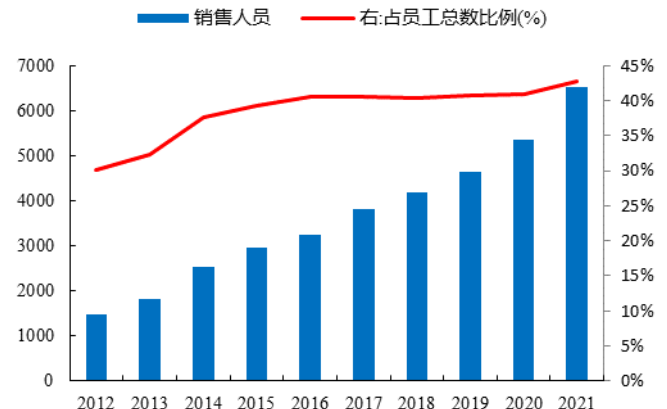
倾力打造直销渠道，持续增加销售人员，扩大销售网点。截至 2021 年，公司在全球拥有超过 800 个销售网点。从国内角度来看，除西藏地区以外，覆盖全部地级市，未来根据情况将会继续向三四线城市和县域地区下沉。从海外角度来看，公司一直将国际化作为重要的发展战略，借助“一带一路”大战略的契机，积极开发沿途新兴国家的市场。截至 2021 年，公司销售团队超过 6500 人，占员工总数比例已达 42.8%。

图33：截至 2021 年，公司在全球范围内拥有超过 800 个销售网点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：公司自建销售渠道，截至 2021 年，销售人员占员工总数的比例已达 42.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：将国内仓储模式复刻海外，坚定国际化发展战略



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

销售服务网络完善，配备专业化仓储物流体系。建筑五金属于离散为主、流程为辅的制造业，具有品种多样、工艺复杂、生产设备和工装夹具种类多、模具要求高、订单分散、供货期短、季节性波动大、工程项目复杂多变等特点。因此，为了完善物流服务体系，公司在广东东莞和河南卫辉建立了两大生产基地，同时在全国各省会及直辖市建立了三十多个备货仓。房地产开发商或建筑施工单位除了会选择具有品牌力的产品，还比较偏好就近的五金产品，不太希望供货周期过长而延误工期。如此一来，公司拥有集仓储、物流、计划于一体的仓储物流中心，丰富的库存储备提升了业务效率，能够缩短了订单的供应链长度和时间，进一步提高客户的满意度。

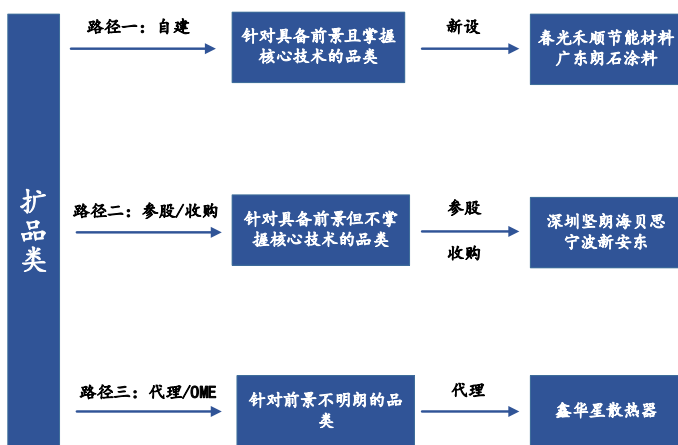
图36：公司拥有集仓储、物流、计划于一体的仓储物流中心



资料来源：公司官网

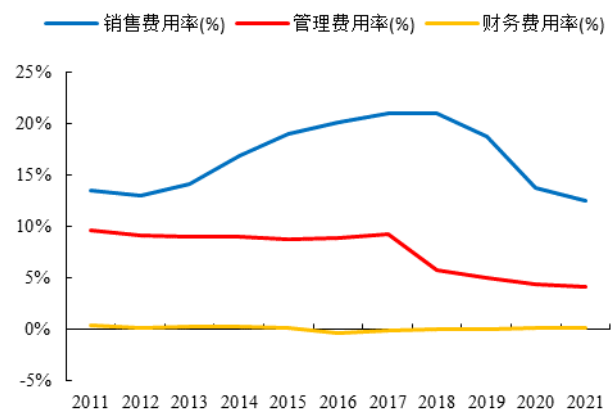
渠道布局进入收获期，规模效应显著。建筑五金行业格局分散，产品种类繁多。如果企业执着于在单一产品上发展，不具有竞争优势，难以做大做强。在扩充品类的战略上，公司旨在选择生产、销售与现有模式存在互补和高度协同的品类和行业进行关联产业的并购或战略合作，来扩大和延伸公司的产品线。简单来说，就是基于现有客户，继续挖掘需求潜力，尝试“包办”装修。打造直销渠道需要较大的投入，但公司销售战略是以现有渠道为基础进行品类的深度拓展，而不是盲目扩充品类后，增设配套的销售渠道。此战略不仅能够提高品类的协同能力且满足客户一站式购物需求，还成功实现“轻资产”运营，形成了规模效应。2019年之前，公司一直在进行直销渠道的铺设，销售费用逐年上涨。随后直销渠道铺设完成，公司正式进入收获期，销售费用率出现明显拐点，从2019年的21.02%降低至2021年的12.58%。

图37：针对不同品类，公司具有三种扩充路径



资料来源：公司年报、开源证券研究所

图38：随着渠道进入收获期，销售费用率逐年降低



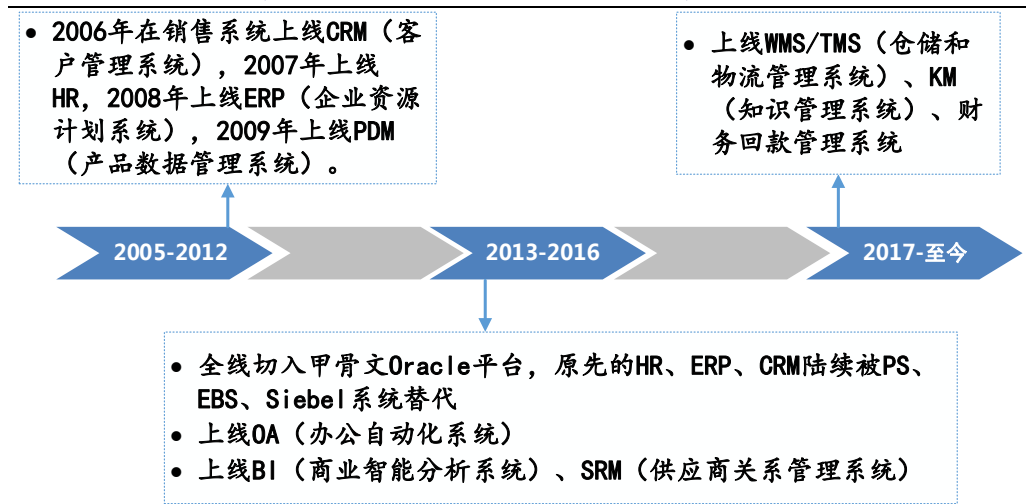
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、信息化赋能公司，提高整体经营效率

重视信息化建设，能够应对处理公司发展各阶段的业务流程。建筑五金市场中，系统化、定制化的产品占据需求很大一部分，当五金企业在研发、设计、生产、销

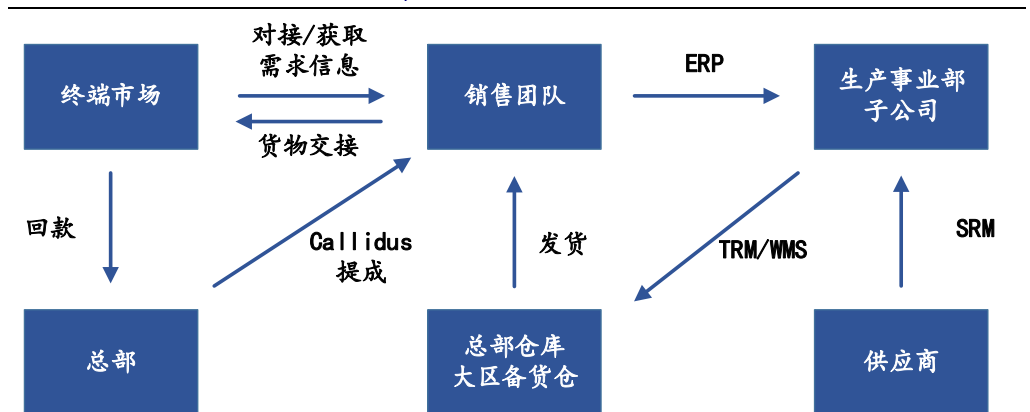
售等方面具备一定的规模后，业务流程将变得更加复杂、繁琐，因此高水平的企业经营管理能力对于大型五金企业在复杂环境中实现有效运营显得格外重要。早在2005年，坚朗五金就开始打造自用的信息化平台。2008年，公司荣获中国建筑装饰协会《全国建筑装饰行业信息化建设先进单位》称号，2009年又荣获广东省经济和信息化委员会等四部门评定的《广东省工业信息化建设创新成果二等奖》。近15年来，公司结合自身需求对信息化平台进行完善和升级，2013年公司系统全线切入甲骨文 Oracle 平台，涵盖和整合了供应链、客户关系、计划及生产制造、成本及财务管理，打通了端到端的整个业务链条。2017年后，为了提升配送效率，实现货物的快速交付，公司上线了WMS/TMS 物流仓储管理系统，并将安装和售后服务的产品也纳入到系统平台，打造完整的交付链条管理，公司整体信息化程度迅速提升。

图39：结合自身需求，公司对信息化系统进行完善升级，应对愈加繁琐的业务条线



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图40：信息化贯穿整个业务流程，提升经营效率



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

推出线上服务平台，满足不同客户的下单需要。为了适应时代的发展需求，公司针对B端及C端引流客户开发了线上服务平台—坚朗云采，围绕“服务、支持、减负、增效”的目标，打造线上线下一体化的新型业务模式。对内以企业微信，对外以微信公众号及小程序等移动平台，快速复制并推广给客户，涵盖PC端及移动端

不同的业务场景，满足不同客户的下单需要，提升客户的响应速度和下单效率。2019年云采平台完成标准件的上线，2020年完成门窗配置类产品的上线。客户只需上传所需产品应用场景的规格数据，平台即可自动计算出对应的产品参数。在客户确认方案之后就可以一键下单，极大提升用户体验，同时也为销售人员减负，提高服务效率，最终转化为人均创收的增加。

图41：为满足不同客户的下单需要，公司推出了PC端和移动端的服务平台-坚朗云采

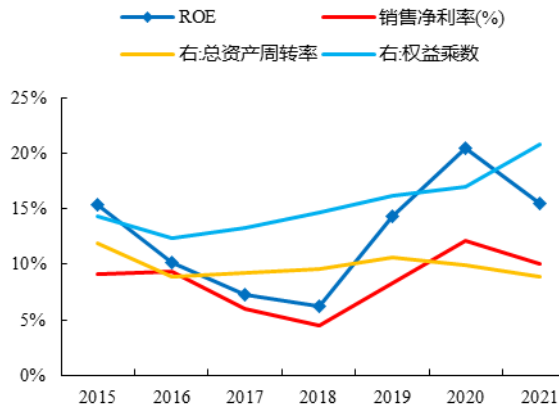


资料来源：公司官网、公司微信小程序

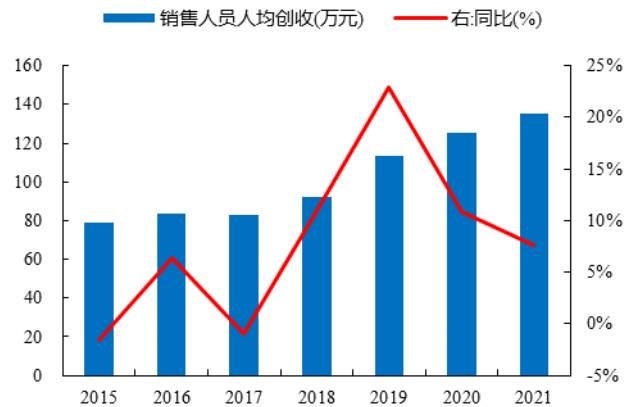
信息化程度高，赋能公司实现精细化管理。信息化已经贯穿整个业务流程，实现各业务环节的有效衔接，显著提升了公司的运营效率。在2018年公司ROE迎来拐点，2021年的ROE已经提升约10pct至16%。得益于公司信息化平台，即便在持续扩充品类的背景下，公司总资产周转率依然保持稳定。同时，信息化平台实现全业务链条的贯通，在费用管控及提效增收方面效果显著，2021年公司三费率均创12年来最低，而销售人员人均创收再创历史新高，达到135万元，同比增长8%。坚朗五金以信息化为基础，依靠柔性化的生产管理、专业稳定的管理团队、不断完善的管理流程，经过多年沉淀和积累，形成了高效规范的现代化管理体系，这是国内其他建筑五金企业难以复制的模式，是公司核心的竞争优势。

图42：规模效应、经营效率带来ROE显著回升

图43：信息化赋能公司，经营效率显著提升，人均创收

再破历史新高


数据来源: Wind、开源证券研究所



数据来源: Wind、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

关键假设：

- **传统建筑五金：**公司作为国内五金行业的龙头企业，在传统建筑五金市场的竞争力较为突出，连续多年荣获中国房地产开发企业 500 强首选门窗五金品牌。我们预计门窗五金、门控五金、点支承玻璃幕墙构配件和不锈钢护栏构配件这四种传统建筑五金产品未来将保持稳定增长。
- **家居类和其他建筑五金：**作为新培育的品类，是公司的发展重心，将受益于公司渠道的优势和信息化管理的高效率，我们预计未来将会保持高速增长的态势。
- **毛利率方面：**由于多地疫情时有反复，下游工程屡次停工，项目进度缓慢，导致公司订单交付周期被拉长，而原材料价格在交付周期内上涨幅度超预期，2022 年 Q1 毛利有所承压。随着长周期订单尽数完成，且疫情明显好转，公司具有较强定价权且采用“成本加成”的定价模式，公司毛利率预计仍具备上行空间。

表11：公司业务拆分及关键

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
门窗五金							
营业收入	亿元	31.20	37.16	41.75	47.60	54.26	61.56
YOY	%	37.6%	19.1%	12.4%	14.0%	14.0%	13.5%
营业成本	亿元	17.81	20.82	24.81	30.27	34.51	39.34
YOY	%	34.7%	16.9%	19.2%	22.0%	14.0%	14.0%
毛利率	%	42.9%	44.0%	40.6%	36.4%	36.4%	36.1%
门控五金							
营业收入	亿元	3.41	3.68	4.49	5.04	5.75	6.68
YOY	%	6.9%	7.9%	22.0%	12.3%	14.1%	16.1%

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业成本	亿元	2.21	2.29	2.67	2.96	3.27	3.69
YOY	%	12.8%	3.6%	16.6%	11.0%	10.4%	12.7%
毛利率	%	35.2%	37.8%	40.5%	41.2%	43.1%	44.8%
点支承玻璃幕墙构配件							
营业收入	亿元	5.58	4.60	5.93	7.59	9.41	11.67
YOY	%	16.7%	-17.6%	28.9%	28.0%	24.0%	24.0%
营业成本	亿元	3.58	2.95	4.00	5.20	6.40	7.87
YOY	%	11.2%	-17.6%	35.6%	30.0%	23.0%	23.0%
毛利率	%	35.8%	35.9%	32.5%	31.5%	32.0%	32.6%
不锈钢护栏构配件							
营业收入	亿元	1.99	2.22	2.53	2.97	3.40	3.91
YOY	%	26.8%	11.6%	14.0%	17.4%	14.3%	15.2%
营业成本	亿元	1.20	1.44	1.82	2.40	2.74	3.15
YOY	%	13.2%	20.0%	26.4%	32.0%	14.0%	15.0%
毛利率	%	39.7%	35.1%	28.1%	19.1%	19.4%	19.5%
家居类							
营业收入	亿元	5.61	9.66	14.83	22.54	32.69	44.45
YOY	%	56.7%	72.2%	53.5%	52.0%	45.0%	36.0%
营业成本	亿元	3.68	6.30	9.50	14.06	19.97	27.55
YOY	%	50.2%	71.2%	50.8%	48.0%	42.0%	38.0%
毛利率	%	34.4%	34.8%	35.9%	37.6%	38.9%	38.0%
其他建筑五金							
营业收入	亿元	4.42	9.42	17.60	26.40	39.60	59.40
YOY	%	66.8%	113.1%	86.8%	50.0%	50.0%	50.0%
营业成本	亿元	2.90	6.59	13.53	20.30	28.41	39.78
YOY	%	47.2%	127.2%	105.3%	50.0%	40.0%	40.0%
毛利率	%	34.4%	30.0%	23.1%	23.1%	28.3%	33.0%
总计							
营业收入	亿元	52.54	67.37	88.06	113.37	146.72	189.81
YOY	%	36.4%	28.2%	30.7%	28.7%	29.4%	29.4%
营业成本	亿元	31.63	40.92	57.03	76.04	96.33	122.68
YOY	%	32.3%	29.4%	39.4%	33.3%	26.7%	27.4%
毛利率	%	39.8%	39.3%	35.2%	32.9%	34.3%	35.4%

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们预计 2022/2023/2024 年归母净利润 10.8/15.2/21.2 亿元，同比增长 21.7%/40.8%/39.3%；EPS 为 3.36/4.74/6.6 元；对应最新股价 PE 为 28.2/20.1/14.4 倍。相对估值方面，我们选取东方雨虹、三棵树、北新建材、蒙娜丽莎、伟星新材五家消费建材企业作为可比公司。公司 2022 年预测 PE 为 28.2 倍，高于可比公司 20.5 倍平均 PE；公司 PB 为 6.5 倍，略低于可比公司 6.8 倍平均 PB。我们认为公司作为建筑五金行业龙头企业，研发实力强大，契合行业往中高端方向发展的趋势，构筑技术壁垒。直销渠道铺设完成，规模效应显著，为公司实现品类拓展打下坚实基础。

同时，建筑五金行业空间广阔，信息化赋能公司提升经营效率，有望持续提升市场份额。在行业集中度提升的背景下，我们看好公司未来的成长潜力。首次覆盖，给予“买入”评级。

表12：公司盈利预测及相对估值

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			PB
		2022/6/19	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022/6/19	
002271.SZ	东方雨虹	1,144	50.6	65.3	80.1	22.6	17.5	14.3	4.3	
603737.SH	三棵树	357	9.5	15.3	21.6	37.4	23.3	16.5	18.8	
000786.SZ	北新建材	495	40.6	48.0	54.5	12.2	10.3	9.1	2.5	
002918.SZ	蒙娜丽莎	59	6.0	8.4	11.1	9.9	7.0	5.3	1.7	
002372.SZ	伟星新材	334	15.1	17.8	20.9	22.2	18.7	16.0	6.7	
	平均					20.5	14.5	11.3	6.8	
002791.SZ	坚朗五金	306	10.8	15.2	21.2	28.2	20.1	14.4	6.5	

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除东方雨虹、蒙娜丽莎、坚朗五金外，其他公司盈利预测与估值均来自 Wind 一致预期。

5、风险提示

- 房地产调控趋严超预期；
- 品类拓展不及预期；
- 渠道变革风险；
- 原材料价格大幅波动；
- 经济增速低于预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,302	7,929	10,544	14,362	17,483
现金	1,002	1,522	3,350	4,336	5,610
应收票据及应收账款	2,636	4,454	4,674	7,139	8,143
其他应收款	56	83	96	136	164
预付账款	66	106	116	172	200
存货	1,035	1,255	1,798	2,070	2,856
其他流动资产	507	509	509	509	509
非流动资产	1,457	2,043	2,403	2,817	3,331
长期投资	141	248	354	461	568
固定资产	845	1,100	1,363	1,680	2,072
无形资产	271	290	295	296	298
其他非流动资产	200	405	390	380	394
资产总计	6,759	9,973	12,947	17,179	20,814
流动负债	2,540	4,547	6,528	9,257	10,764
短期借款	43	397	2,308	3,373	4,333
应付票据及应付账款	1,560	3,106	3,116	4,766	5,273
其他流动负债	936	1,044	1,104	1,118	1,158
非流动负债	109	400	372	345	322
长期借款	61	169	142	115	92
其他非流动负债	48	230	230	230	230
负债合计	2,649	4,946	6,900	9,603	11,086
少数股东权益	123	232	283	381	518
股本	322	322	322	322	322
资本公积	1,035	1,120	1,120	1,120	1,120
留存收益	2,635	3,348	4,300	5,673	7,562
归属母公司股东权益	3,988	4,794	5,764	7,195	9,210
负债和股东权益	6,759	9,973	12,947	17,179	20,814

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	501	546	597	765	1,344
净利润	869	962	1,133	1,622	2,260
折旧摊销	125	146	165	208	243
财务费用	10	16	49	106	146
投资损失	3	15	0	0	0
营运资金变动	-631	-845	-750	-1,171	-1,304
其他经营现金流	125	251	0	0	0
投资活动现金流	-297	-297	-525	-622	-758
资本支出	306	431	253	307	408
长期投资	-23	130	-107	-107	-107
其他投资现金流	-14	264	-379	-422	-456
筹资活动现金流	133	278	-154	-223	-273
短期借款	22	353	0	0	0
长期借款	58	109	-28	-27	-23
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	53	84	0	0	0
其他筹资现金流	-1	-269	-126	-196	-250
现金净增加额	336	523	-82	-79	313

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,737	8,807	11,338	14,674	18,983
营业成本	4,092	5,703	7,605	9,634	12,269
营业税金及附加	50	55	71	91	118
营业费用	930	1,108	1,427	1,847	2,389
管理费用	300	362	466	603	780
研发费用	267	310	399	517	668
财务费用	10	16	49	106	146
资产减值损失	-23	-17	0	0	0
其他收益	18	21	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资净收益	-3	-15	0	0	0
资产处置收益	-0	-2	0	0	0
营业利润	992	1,131	1,322	1,876	2,613
营业外收入	5	5	0	15	23
营业外支出	7	14	0	0	0
利润总额	990	1,123	1,322	1,891	2,636
所得税	121	160	189	270	376
净利润	869	962	1,133	1,622	2,260
少数股东损益	52	73	51	98	137
归母净利润	817	889	1,082	1,524	2,123
EBITDA	1,092	1,258	1,501	2,161	2,966
EPS(元)	2.54	2.77	3.36	4.74	6.60

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	28.2	30.7	28.7	29.4	29.4
营业利润(%)	98.8	14.0	16.9	41.9	39.2
归属于母公司净利润(%)	86.0	8.8	21.7	40.8	39.3
获利能力					
毛利率(%)	39.3	35.2	32.9	34.3	35.4
净利率(%)	12.1	10.1	9.5	10.4	11.2
ROE(%)	21.1	19.1	18.7	21.4	23.2
ROIC(%)	20.7	17.2	13.6	15.4	16.9
偿债能力					
资产负债率(%)	39.2	49.6	53.3	55.9	53.3
净负债比率(%)	-21.8	-15.5	-11.4	-8.4	-9.9
流动比率	2.1	1.7	1.6	1.6	1.6
速动比率	1.6	1.4	1.3	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	3.2	2.5	2.5	2.5	2.5
应付账款周转率	3.1	2.4	2.4	2.4	2.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.54	2.77	3.36	4.74	6.60
每股经营现金流(最新摊薄)	1.56	1.70	1.86	2.38	4.18
每股净资产(最新摊薄)	12.40	14.91	17.92	22.38	28.64
估值比率					
P/E	37.4	34.4	28.2	20.1	14.4
P/B	7.7	6.4	5.3	4.2	3.3
EV/EBITDA	26.9	23.7	20.0	14.0	10.1

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn