

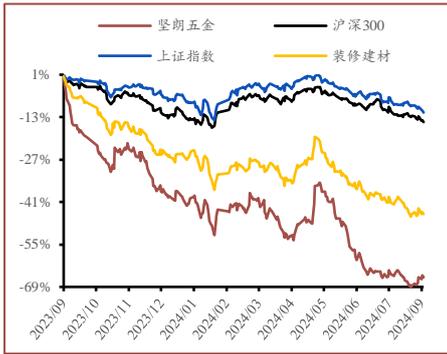
## 地产项目承压，费用摊薄+坏账计提影响业绩

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(维持)

<b>基本数据</b>	<b>2024-09-04</b>
收盘价(元)	22.18
流通股本(亿股)	1.64
每股净资产(元)	15.79
总股本(亿股)	3.54

最近 12 月市场表现



分析师 毕春晖  
SAC 证书编号: S0160522070001  
bich@ctsec.com

### 相关报告

- 《收入增速略有修复，成本下行利润释放》 2024-03-28
- 《成本下行费用摊薄，Q3 利润率环比改善》 2023-10-27
- 《业务稳步推进，费用优化业绩复苏》 2023-08-30

### 核心观点

- ❖ **事件:** 2024H1 营收 32.10 亿元同降 4.35%; 归母净利润 489 万元同降 62.02%; 扣非归母净亏损 0.17 亿元同比减少 0.21 亿元。Q2 营收 18.44 亿元同降 7.86%; 归母净利润 0.51 亿元同降 26.36%; 扣非归母净利润 0.41 亿元同降 35.20%。
- ❖ **新增项目减少，H1 收入下滑:** 2024H1 收入和业绩同降主要系在地产波动的背景下，公司新增项目减少，与地产关联度较高的产品业绩下滑。2024H1 分产品看，1) 门窗业务方面，门窗五金系统/门窗配套件实现收入 13.87/2.39 亿元，同降 16.04%/18.78%，地产项目量下滑显著，公司拓宽新领域对冲压力；2) 多元化家居业务方面，家居类产品/其他建筑五金分别实现收入 5.90/5.18 亿元，分别同比+13.67%/+16.59%，新品推动相关板块增长，继续加强对新产品的投入；3) 点支承玻璃幕墙构配件/门控五金系统收入 1.80/1.68 亿元同比+18.15%/-6.16%。分地区看，国内/境外收入 28.45/3.65 亿元，同比-5.82%/+8.97%，公司初步将国内销售模式复制到海外，开发新兴国家市场。
- ❖ **毛利率基本持平，费用摊薄+坏账计提影响业绩:** 2024H1 毛利率 31.27% 同增 0.08pct，其中门窗五金/家居类产品/其他建筑五金毛利率为 39.94%/29.22%/16.65%，同比+0.58/-1.15/+1.23pct，门窗五金毛利率随金属原材料价格波动。H1 期间费用率 27.95% 同增 0.39pct，其中销售/管理/研发费用率分别为 17.06%/6.27%/4.21%，同比-0.53/+0.47/+0.37pct，费用控制良好；资产及信用减值损失 0.95 亿元，资产及信用减值损失率 2.96% 同增 1.12pct。收入下行下费用摊薄不显著，H1 归母净利率同降 0.23pct 至 0.15%。扣非后呈现净亏损主要系应收账款减值转回新增 0.19 亿元。经营现金流净流出 1.90 亿元同比改善 2.38 亿元；收现比 90.3% 同比-20.3pct；付现比 80.7% 同比-38.9pct。
- ❖ **投资建议:** 我们预测公司 2024-2026 年归母净利润为 2.71/3.98/4.83 亿元，同比增速-16.30%/46.89%/21.30%，对应 EPS 分别为 0.77/1.13/1.37 元，最新收盘价对应 2024-2026 年 PE 分别为 28.94x/19.70x/16.24x，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 宏观环境波动风险、行业竞争加剧、应收账款风险。

### 盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7648	7802	7726	8435	9265
收入增长率(%)	-13.16	2.00	-0.97	9.17	9.84
归母净利润(百万元)	66	324	271	398	483
净利润增长率(%)	-92.62	393.89	-16.30	46.89	21.30
EPS(元/股)	0.20	1.01	0.77	1.13	1.37
PE	519.75	40.09	28.94	19.70	16.24
ROE(%)	1.37	6.37	4.59	6.36	7.22
PB	6.96	2.56	1.33	1.25	1.17

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 09 月 04 日收盘价计算)

坚朗五金 2024 半年报点评全文：

- ❖ **事件：**2024H1 营收 32.10 亿元同降 4.35%；归母净利润 489 万元同降 62.02%；扣非归母净亏损 0.17 亿元同比减少 0.21 亿元。Q2 营收 18.44 亿元同降 7.86%；归母净利润 0.51 亿元同降 26.36%；扣非归母净利润 0.41 亿元同降 35.20%。
- ❖ **新增项目减少，H1 收入下滑：**2024H1 公司收入和业绩同降主要系在地产波动的背景下，公司新增项目减少，与地产关联度较高的产品业绩下滑。2024H1 分产品看，1) 门窗业务方面，门窗五金系统/门窗配套件实现收入 13.87/2.39 亿元，同降 16.04%/18.78%，地产项目量下滑显著，公司拓宽新领域对冲压力；2) 多元化家居业务方面，家居类产品/其他建筑五金分别实现收入 5.90/5.18 亿元，分别同比+13.67%/+16.59%，新品推动相关板块增长。公司持续贯彻集成化战略，继续加强对家居类卫浴、淋浴房、新风系统等新品类的投入；3) 点支承玻璃幕墙构配件/门控五金系统收入 1.80/1.68 亿元同比+18.15%/-6.16%。分地区看，国内/境外收入 28.45/3.65 亿元，同比-5.82%/+8.97%，公司初步将国内销售模式复制到海外，开发新兴国家市场。
- ❖ **毛利率基本持平，费用摊薄+坏账计提影响业绩：**2024H1 毛利率 31.27%同增 0.08pct，其中门窗五金/家居类产品/其他建筑五金毛利率为 39.94%/29.22%/16.65%，同比+0.58/-1.15/+1.23pct，门窗五金毛利率随金属原材料价格波动，2024H1 LME 铜/铝/锌平均现货结算价同比+4.45%/+1.27%/-6.86%。H1 期间费用率 27.95%同增 0.39pct，其中销售/管理/研发费用率分别为 17.06%/6.27%/4.21%，同比-0.53/+0.47/+0.37pct，费用控制良好；资产及信用减值损失 0.95 亿元，资产及信用减值损失率 2.96%同增 1.12pct。收入下行下费用摊薄不显著，H1 归母净利率同降 0.23pct 至 0.15%。扣非后呈现净亏损主要系应收账款减值转回新增 0.19 亿元。经营现金流净流出 1.90 亿元同比改善 2.38 亿元；收现比 90.3%同比-20.3pct；付现比 80.7%同比-38.9pct。
- ❖ **新场景持续渗透，有望对冲地产压力：**国内方面，从量来看，公司在持续通过新场景的开发，增加工业园、厂房、中小酒店等项目，以对冲地产下行的压力；从价来看，公司通过多品类销售提升单一订单金额。海外方面，公司近年来已设立 16 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。目前产品已销往 100 多个国家和地区，目前国内外销售网点 1000 多个。后续随着新场景项目业绩释放叠加海外市场拓宽，收入提升后费用有望摊薄，业绩有望修复。
- ❖ **投资建议：**我们预测公司 2024-2026 年归母净利润为 2.71/3.98/4.83 亿元，同比增速-16.30%/46.89%/21.30%，对应 EPS 分别为 0.77/1.13/1.37 元，最新收盘价对应 2024-2026 年 PE 分别为 28.94x/19.70x/16.24x，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**宏观环境波动风险、行业竞争加剧、应收账款风险。

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>7648.27</b>	<b>7801.55</b>	<b>7726.11</b>	<b>8434.88</b>	<b>9264.80</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	5338.31	5284.76	5234.81	5686.68	6221.85	营业收入增长率	-13.2%	2.0%	-1.0%	9.2%	9.8%
营业税费	51.20	58.20	46.36	50.61	55.59	营业利润增长率	-91.1%	307.2%	-16.7%	47.3%	21.4%
销售费用	1276.31	1254.23	1220.73	1298.97	1408.25	净利润增长率	-92.6%	393.9%	-16.3%	46.9%	21.3%
管理费用	385.75	393.78	424.94	447.05	481.77	EBITDA 增长率	-72.2%	72.6%	31.2%	13.9%	15.7%
研发费用	286.63	293.60	309.04	337.40	370.59	EBIT 增长率	-86.1%	164.2%	53.6%	13.9%	16.3%
财务费用	49.58	20.41	6.55	4.89	4.93	NOPLAT 增长率	-85.4%	150.5%	54.5%	13.9%	16.3%
资产减值损失	-24.53	-33.55	-24.44	-26.11	-27.13	投资资本增长率	3.4%	-2.2%	14.9%	7.3%	6.1%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>0.25</b>	<b>0.68</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>净资产增长率</b>	<b>-0.1%</b>	<b>6.3%</b>	<b>15.9%</b>	<b>6.3%</b>	<b>7.2%</b>
投资和汇兑收益	-25.09	4.20	0.00	0.00	0.00	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>100.11</b>	<b>407.68</b>	<b>339.75</b>	<b>500.48</b>	<b>607.73</b>	毛利率	30.2%	32.3%	32.2%	32.6%	32.8%
加:营业外净收支	-3.56	2.04	3.00	3.00	3.00	营业利润率	1.3%	5.2%	4.4%	5.9%	6.6%
<b>利润总额</b>	<b>96.54</b>	<b>409.72</b>	<b>342.75</b>	<b>503.48</b>	<b>610.73</b>	净利润率	1.1%	4.5%	3.8%	5.1%	5.7%
减:所得税	9.48	59.45	47.99	70.49	85.50	EBITDA/营业收入	4.9%	8.3%	11.0%	11.5%	12.1%
<b>净利润</b>	<b>65.60</b>	<b>324.01</b>	<b>271.19</b>	<b>398.35</b>	<b>483.21</b>	EBIT/营业收入	2.1%	5.5%	8.5%	8.9%	9.4%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	1656.92	1197.53	1540.72	1681.98	1847.96	固定资产周转天数	55	61	70	73	75
交易性金融资产	226.05	211.64	211.64	211.64	211.64	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>79</b>	<b>84</b>	<b>97</b>	<b>89</b>	<b>78</b>
应收账款	3900.64	3547.78	3516.73	3628.47	3860.58	流动资产周转天数	379	328	352	339	331
应收票据	331.12	178.64	465.20	472.01	557.42	应收账款周转天数	172	172	168	158	150
预付账款	62.56	39.40	52.35	56.87	62.22	存货周转天数	87	90	88	80	77
存货	1310.74	1337.13	1197.67	1279.20	1329.14	总资产周转天数	483	471	474	466	456
其他流动资产	57.45	63.76	63.76	63.76	63.76	投资资本周转天数	284	272	316	311	300
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	1.4%	6.4%	4.6%	6.4%	7.2%
长期股权投资	419.33	421.22	521.22	611.22	691.22	ROA	0.6%	3.3%	2.6%	3.5%	4.0%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	2.5%	6.3%	8.4%	9.0%	9.8%
固定资产	1147.71	1298.95	1491.77	1693.20	1892.58	费用率					
在建工程	86.79	37.97	27.97	17.97	7.97	销售费用率	16.7%	16.1%	15.8%	15.4%	15.2%
无形资产	482.80	537.60	552.60	562.60	614.60	管理费用率	5.0%	5.0%	5.5%	5.3%	5.2%
其他非流动资产	35.51	120.56	120.56	120.56	120.56	财务费用率	0.6%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>资产总额</b>	<b>10569.76</b>	<b>9824.26</b>	<b>10540.43</b>	<b>11273.72</b>	<b>12190.18</b>	三费/营业收入	22.4%	21.4%	21.4%	20.8%	20.5%
短期债务	359.76	44.23	151.16	254.31	223.69	<b>偿债能力</b>					
应付账款	2596.55	2070.14	2001.38	2105.66	2387.89	资产负债率	52.5%	45.6%	41.3%	41.7%	42.2%
应付票据	971.13	836.01	763.52	816.12	912.17	负债权益比	110.5%	84.0%	70.3%	71.4%	73.0%
其他流动负债	242.90	223.47	243.47	263.47	283.47	流动比率	1.59	1.73	1.86	1.80	1.75
长期借款	280.78	183.02	94.60	94.60	94.60	速动比率	1.30	1.36	1.52	1.47	1.44
其他非流动负债	12.31	12.17	12.17	12.17	12.17	利息保障倍数	4.29	12.40	35.41	36.82	39.97
<b>负债总额</b>	<b>5547.72</b>	<b>4484.76</b>	<b>4352.44</b>	<b>4697.57</b>	<b>5142.12</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	220.38	251.29	274.88	309.52	351.53	DPS(元)	0.10	0.10	0.08	0.11	0.14
股本	321.54	321.54	353.89	353.89	353.89	分红比率	1.72	0.10	0.10	0.10	0.10
留存收益	3300.68	3592.53	3831.60	4185.12	4615.01	股息收益率	0.1%	0.2%	0.3%	0.5%	0.6%
<b>股东权益</b>	<b>5022.03</b>	<b>5339.50</b>	<b>6187.99</b>	<b>6576.15</b>	<b>7048.05</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	EPS(元)	0.20	1.01	0.77	1.13	1.37
净利润	65.60	324.01	271.19	398.35	483.21	BVPS(元)	14.93	15.82	16.71	17.71	18.92
加:折旧和摊销	212.99	219.44	192.18	218.58	248.62	PE(X)	519.8	40.1	28.9	19.7	16.2
资产减值准备	168.60	136.05	170.97	138.33	146.52	PB(X)	7.0	2.6	1.3	1.3	1.2
公允价值变动损失	-0.25	-0.68	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	37.70	23.72	18.53	20.30	21.75	P/S	4.4	1.7	1.0	0.9	0.8
投资收益	25.09	-4.20	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	87.3	19.0	8.0	7.0	5.9
少数股东损益	21.47	26.26	23.58	34.64	42.02	CAGR(%)					
营运资金的变动	466.47	-239.57	-427.64	-146.96	-70.44	PEG	—	0.1	—	0.4	0.8
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>934.95</b>	<b>499.16</b>	<b>278.27</b>	<b>611.80</b>	<b>839.41</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-698.26</b>	<b>-440.77</b>	<b>-489.27</b>	<b>-508.57</b>	<b>-567.74</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-87.84</b>	<b>-520.14</b>	<b>558.70</b>	<b>43.02</b>	<b>-100.69</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 09 月 04 日收盘价计算)

## 信息披露

### ● 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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，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。