

高质价比家居五金龙头，未来份额提升潜力大

核心观点

公司是家居五金行业国产龙头，依托高质价比和高审美、品类延展+渠道开拓，2019-2024 年营收、净利润 CAGR 为 29%、59%，净利润增速更快系原材料成本下降+自产比例提升。基础五金营收占比 43%、增速最快；公司实施全渠道战略，国内线下经销渠道营收占比 50%+、经销商稳定增长，2019 年推出云商渠道打开小 B 客户市场，未来持续渠道深耕。

后续展望：1) 家居五金赛道竞争格局极为分散，公司市占率不到 3%，智能化工厂助力基础五金高质价比，市场份额有望继续提升；2) 产品从收纳五金向厨卫、户外家具延展，多元化渠道开拓下沉和海外市场；3) 二手房/存量房将打开增量市场，收纳五金偏日常更新需求，精致收纳时代下具消费升级属性，厨卫五金依托高审美稳步增长。

标题

悍高集团：家居五金行业龙头，产品延展+渠道开拓助力业绩高增，2019-2024 公司营收、净利润 CAGR 为 29%、59%。公司创始于 2004 年，是一家以家居五金为核心，包括功能五金、基础五金、厨卫五金、柜类照明、户外家具于一体，从出口代工走向品牌、从收纳五金走向全屋五金解决方案提供商。公司 2024 年营收 28.6 亿元/+28.6%、归母净利润 5.3 亿元/+59.7%，2019-2024 公司营收、净利润 CAGR 为 29%、59%，收入的增长得益于品类的延展和渠道的开拓，净利润增速快于收入得益于自产比例提升带来的规模效应。2021 年以来地产下行期下，公司仍实现快速增长（23、24 年公司营收同比+37.1%、+28.6%，归母净利润同比+61.8%、+59.7%）。25 年前三季度公司营收、归母净利润 25.0 亿元/+24.3%、4.84 亿元/+38.1%。对应 25Q3 公司实现营收 10.47 亿元/+26.99%，归母净利润 2.18 亿元/+42.40%。

分业务：聚焦家居五金并逐步打造户外家具全品类，基础五金营收占比 43%、成为增速最快的品类。家居五金产品种类繁多、档次差异较大，大部分家居五金企业规模较小，市场整体较为零散。

悍高集团 (001221.SZ)

首次评级

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

发布日期：2025 年 11 月 18 日

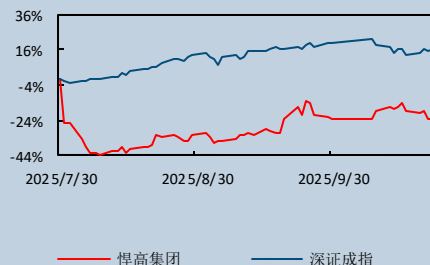
当前股价：61.28 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-9.09/-11.54	/	/
12 月最高/最低价 (元)		80.00/45.02
总股本 (万股)		40,001.00
流通 A 股 (万股)		3,492.46
总市值 (亿元)		232.01
流通市值 (亿元)		20.26
近 3 月日均成交量 (万)		791.12
主要股东		
广东悍高管理集团有限公司		64.63%

股价表现



相关研究报告

2025H1 公司基础五金、收纳五金、厨卫五金、户外家具营收分别为 6.52 亿元/+37.1%、4.16 亿元/+11.1%、1.86 亿元/+24.0%、1.24 亿元/+8.2%；营收占比分别为 45%、28.7%、12.8%、8.6%，毛利率分别为 40.13%/+7.1pct、37.96%/+0.6pct、33.63%/+3.5pct、35.62%/-5.9pct。1) 基础五金在近三年增速最快，主要得益于公司依托智能化工厂，提升生产效率，抢夺白牌份额；且 22 年俄乌冲突后导致国外产能受限，基础五金的国内订单增多，公司把握机会积极开拓下游客户资源。2) 收纳五金品类更偏存量房，满足精致居家生活下的消费升级需求，公司通过给家居公司赋能，共同做大客单值；3) 厨卫五金品类公司保持 20%+增速主要依托公司的高审美，其中公司董事长欧锦锋为艺术设计类留学生、以工业设计出身，注重美学创新和产品开发设计层面能够紧跟市场需求，截至 2025 年 9 月，公司累计斩获 13 项德国红点设计大奖。

分渠道：全渠道运营，国内线下经销渠道营收占比 50%+、经销商稳定增长中，2019 年推出云商渠道打开小 B 客户增量市场，渠道深耕空间大。因家居五金消费市场需求多样化以及多场景的特点，公司坚定实施全渠道发展战略，目前主要以线下经销模式（2B，发展经销商）为主，并通过大力发展直销客户（直接对接家居公司）、拓展电商渠道（2014 年推出，覆盖 C 端消费者）、深耕云商平台（2019 年推出，持续下沉销售渠道，to 小 B）。2025H1 公司线下经销、线下直销、电商模式、云商模式、出口营收分别为 7.59 亿元/+12.5%、1.21 亿元/+25.3%、1.67 亿元/+32.4%、1.86 亿元/+79.1%、1.83 亿元/+15.3%，营收占比 52%、8%、12%、13%、13%。经销渠道和云商渠道互为补充，未来主要是深耕渠道继续做大客单值。分地区看，公司华东地区营收占比约 35%，其他地区后续将继续推进精细化运营。

原材料成本下降+产品自产能力提升+产品结构变化带动公司盈利能力持续提升。25Q1-Q3 公司毛利率为 37.77%/+2.27pct，净利率为 19.36%/+1.94pct，单季度看，25Q3 公司毛利率为 38.39%/+1.80pct，净利率为 20.82%/+2.25pct，环比+2.63pct。主要系原材料成本下降、公司自产比例提升带来的规模效应以及产品结构优化。费用端，公司管控得当且规模效应显现，25Q1-Q3 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 7.30%/-0.53pct、4.15%/+0.43pct、3.57%/-0.31pct、-0.21%/+0.19pct。单季度看，25Q3 销售、管理、研发、财务费用率分别为 6.70%/-0.30pct、3.23%/-0.12pct、3.29%/-0.58pct、-0.04%/+0.23pct。

家居五金赛道市场集中度极为分散，基础五金存在高质价比整合趋势，精致收纳带来收纳五金消费升级需求。家居五金行业处于后地产链、下游应用场景多元化，更好的功能性、智能化和设计感使得家居五金周期属性弱化、消费属性进一步强化。根据中国五金制品协会发布的《2024 年中国家具五金行业发展报告》，2019-2023 年中国家具五金行业平稳增长，CAGR 为 9.8%、2023 年家居五金市场规模约 2,261.1 亿元，预计未来五年市场规模的复合年增长率将达到 7.6%。家居五金产品种类繁多、档次差异较大，大部分家居五金企业规模较小，市场整体较为零散。按照悍高集团零售额预估公司在家具五金市占率不到 3%。随着家庭物品数量增多驱动，消费者对精致生活的追求将带动精致收纳需求释放。

后续展望，公司未来增长驱动分析：1) 家居五金赛道竞争格局分散，公司产品在品牌、产品质量层面具备质价比，对白牌替代效应显著，同时伴随着三大智能化工厂的制造优势，对比百隆、海蒂诗等外资品牌亦有逐步蚕食机遇；2) 产品渠道齐发力，公司产品端正在往厨卫、户外家具等延展，多元化的渠道如电商、云商、线下经销、出口等模式帮助开拓下沉市场和海外市场；3) 尽管新房承压、但二手房/存量房有望打开增量，收纳五金偏日常更新需求，在精致收纳时代下具消费升级属性，厨卫五金主要依托高审美稳步增长。

盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现收入 35.8 亿元、46.7 亿元、59.8 亿元，同比+25.2%、+30.5%、+28.1%；归母净利润 6.9 亿元、9.1 亿元、11.7 亿元，同比+30.3%、+31.5%、+28.8%，对应 PE 为 34X、26X、20X。首次覆盖，给予“买入”评级。

目录

1.悍高集团：家居五金行业龙头，产品延展+渠道开拓助力业绩高增.....	1
1.1.发展历史：由代工走向品牌，目标瞄准世界级家居五金龙头.....	1
1.2.公司业务：基础五金+收纳五金贡献 70%以上营收，全渠道运营.....	1
1.2.1.分产品：聚焦家居五金并逐步打造户外家具全品类，基础五金营收占比 43%、成为增速最快的品类.....	1
1.2.2.分渠道：全渠道运营，国内线下经销渠道营收占比 50%+、经销商稳定增长中，云商渠道打开小 B 客户增量市场.....	3
1.3.财务表现：产品延展+渠道开拓助力公司业绩高增，2019-2024 公司营收、净利润 CAGR 为 29%、59%.....	5
1.4.股权结构：公司股权结构集中，创始人工业设计出身，审美水平在线.....	6
2.家居五金行业：竞争格局极为分散，基础五金存在高质价比整合趋势，精致收纳带来收纳五金消费升级需求.....	7
2.1.行业概览：处于后地产链，下游应用场景多元化、消费属性较强.....	7
2.2.市场规模：家居五金行业市场规模达千亿，二手房/存量房有望打开增量空间.....	8
2.3.产业链：市场格局分散、头部公司市占率不到 3%.....	10
3.如何看待悍高逆势增长的驱动力和后续看点？.....	12
3.1.行业对比：凭借好看、高质不贵的策略，多元化渠道布局，悍高在成长性和盈利性保持行业领先.....	12
3.2.产品定位：主打“高端性价比+美学品质”定位，创始人艺术设计出身注重产品美学创新、厨卫五金/收纳五金具备议价权，智能化工厂使得基础五金产品具备价格优势.....	15
3.2.1.基础五金：积极布局智能化工厂建设，2024 年基础五金自产比例达到 80%+、带动毛利率继续提升，基础五金产品以价换量策略效果显著.....	16
3.2.2.收纳/厨卫五金：高审美支撑产品溢价，产品力和质量可媲美海外高端品牌，相较于国内品牌有溢价、相较于海外高端品牌有较大的价格优势.....	17
3.3.多元渠道：多元化渠道布局帮助公司穿越地产下行周期，经销渠道和云商渠道互为补充，后续深耕渠道继续做大客单值，其他地区继续推进精细化运营.....	19
3.4.智造领先：原材料成本下降+产品自产能力提升+产品结构变化带动公司盈利能力持续提升，三大数字化工厂助力巩固行业地位.....	21
4.盈利预测.....	23
风险分析.....	25

1.悍高集团：家居五金行业龙头，产品延展+渠道开拓助力业绩高增

1.1.发展历史：由代工走向品牌，目标瞄准世界级家居五金龙头

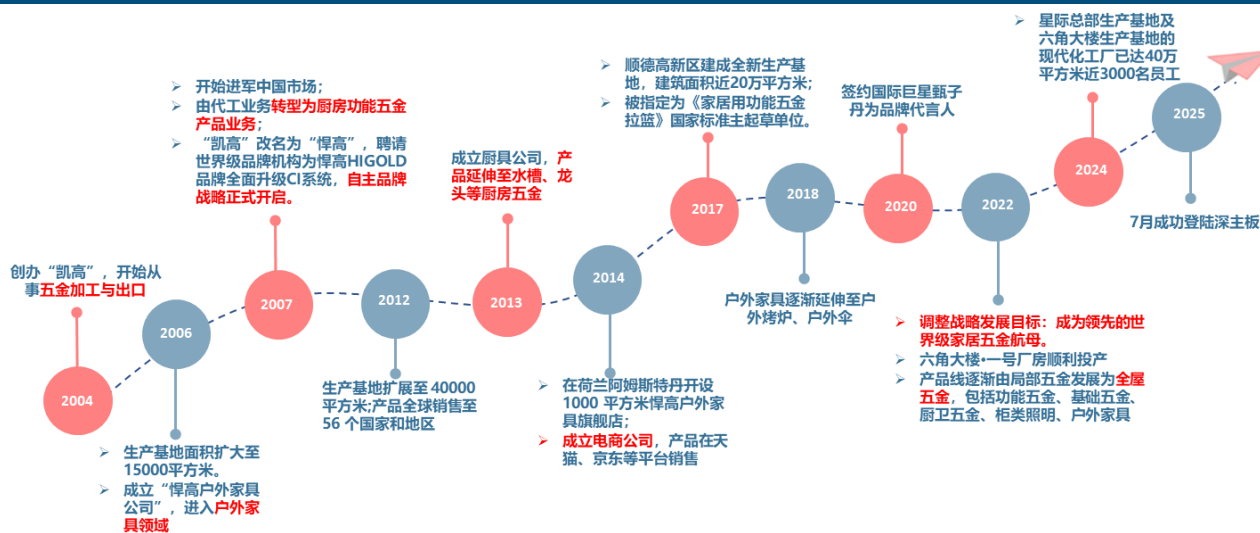
公司创始于 2004 年，是一家以家居五金为核心，包括功能五金、基础五金、厨卫五金、柜类照明、户外家具于一体的多元化创新型企业，致力于为全球用户打造一站式全屋高端五金解决方案。公司发展历经 3 个主要阶段，从出口代工走向品牌、从收纳五金走向全屋五金解决方案提供商，包括：

1) 2004-2006 年（初创期-代工为主）：公司在初创阶段主要从事家居五金和户外家具的生产制造，并初步掌握了相关生产流程和技术工艺，完成客户资源的原始积累。

2) 2007-2018 年（代工走向自主品牌+品类开拓）：2007 年改名悍高正式进军中国市场，逐渐由代工业务转型为厨房功能五金产品业务并持续深化品牌建设。公司抓住下游行业需求增长的机遇，与金牌厨柜、欧派家居等知名企业建立合作，开设电商店铺并积极参与国际展览会，同时进行产线自动化升级并丰富产品线，业务规模快速拓展。

3) 2019 年至今（国内渠道加速开拓+由中国走向世界）：公司自建云商平台，填补经销商市场空白区域，并持续发展全屋五金新品类，加强品牌宣传力度以及建设自动化生产基地，完成渠道、产品的多元化布局。2022 年公司确立了“成为领域领先的世界级家居五金品牌”发展目标。2025 年 7 月 30 日，悍高集团成功在 A 股上市。

图 1:悍高集团发展历程



数据来源：公司官网，中信建投证券

1.2.公司业务：基础五金+收纳五金贡献 70%以上营收，全渠道运营

1.2.1.分产品：聚焦家居五金并逐步打造户外家具全品类，基础五金营收占比 43%、成为增速最快的品类

公司聚焦家居五金并向户外家居延伸，产品类别主要包括收纳五金（三边篮、调味品篮、功能拉篮、转角拉篮以及收纳盒）、基础五金（铰链、导轨、骑马抽以及气撑）、厨卫五金（2013年进入，包括水槽、水龙头以及各类卫浴）、户外家具（2006年进入，包括沙发、椅子、餐台以及躺床）四大系列。

图 2:悍高集团主要产品分类

收纳五金
(拉篮、收纳盒、置物架)



拉篮



收纳盒

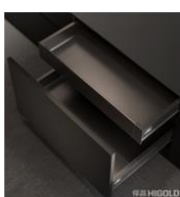


置物架

基础五金
(铰链、导轨、骑马抽、气撑)



铰链



骑马抽



岛柜



气撑

厨卫五金
(水槽、水龙头、卫浴产品)



水槽



水龙头

户外家具
(沙发、椅子、餐台、躺床)



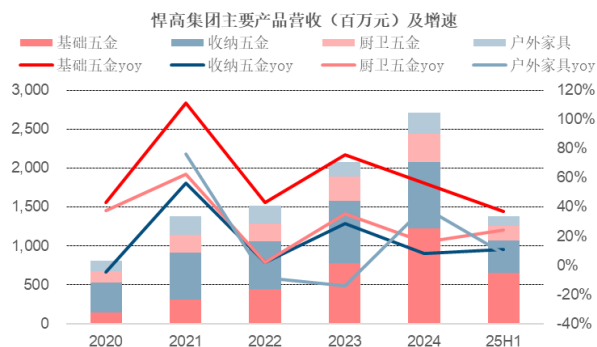
沙发



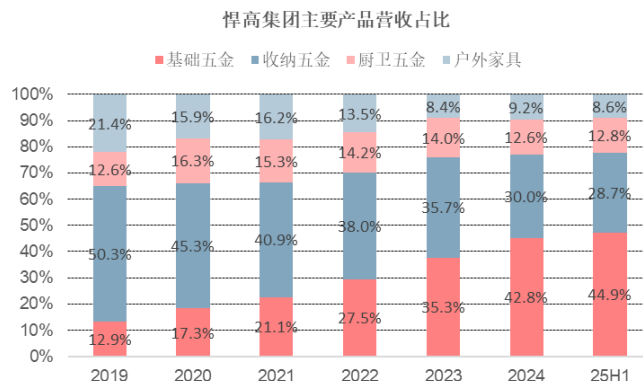
椅子

数据来源：公司官网，公司招股书，中信建投证券

基础五金+收纳五金贡献 70% 以上营收，基础五金凭借高质价比成为公司收入增长最快的品类。2024 年基础五金、收纳五金收入占比分别为 42.8%、30%，其中基础五金在近三年增速最快，23-24 年营收分别为 7.83 亿元/+75.6%、12.24 亿元/+56.2%，主要得益于公司在拉篮和水槽等产品市场知名度的提升和销量增长带动公司铰链以及导轨的销售，基础五金中铰链目前占大头；另一方面，22 年俄乌冲突后导致国外产能受限，基础五金的国内订单增多，公司把握机会积极开拓下游客户资源。

图 3:悍高集团主要产品营收增速


数据来源: wind, 中信建投证券

图 4:悍高集团各产品营收占比


数据来源: wind, 中信建投证券

规模效应+自有产能释放带动毛利率提升显著。公司整体毛利率在 30%以上，其中收纳五金因其设计感毛利率最高、达到近 40%，营收增速最快的基础五金随着产能规模提升，23 年起自产比例提升至 80%+ 带动毛利率提升至 30%+。

1.2.2.分渠道：全渠道运营，国内线下经销渠道营收占比 50%+、经销商稳定增长中，云商渠道打开小 B 客户增量市场

因家居五金消费市场需求多样化以及多场景的特点，公司坚定实施全渠道发展战略，目前主要以线下经销模式（2B，发展经销商）为主，并通过大力发展直销客户（直接对接家居公司）、拓展电商渠道（覆盖 C 端消费者）、深耕云商平台（持续下沉销售渠道，to 小 B）。此外，公司将加强与国外客户的合作，在东南亚、西欧、北美等市场深入布局，发展周边地区销售网络，实现海外战略地区的全面布局。

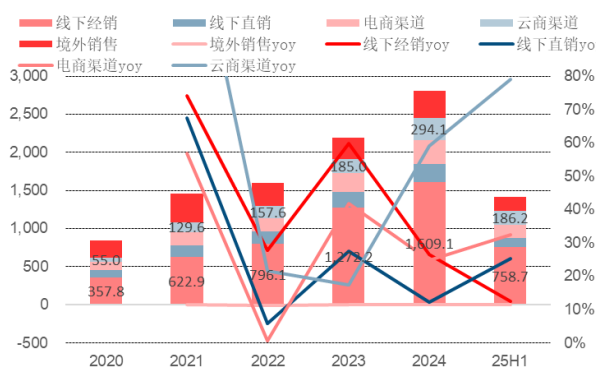
表 1:悍高集团主要销售渠道

渠道模式	主要模式	主要客户（以 2024 年为例）
境内线下经销	培育优质经销商，联合经销商在主要经销区域举办新品发布会，成立主动营销团队，向当地门店推介悍高产品。采取“先款后货”的销售政策	北京德丰泰家居用品有限公司（0.54 亿元/营收占比 1.92%）
境内线下直销	直接对接定制家居和厨卫企业、房地产开发及配套工程企业、建材企业等	欧派家居（0.3 亿元/占比 1.06%）、全友家私（0.19 亿元）、青岛有屋智能家居（0.19 亿元）、志邦家居（0.15 亿元）、金牌家居（0.12 亿元）
电商渠道（2014 年起）	直销：公司自行开设天猫悍高五金旗舰店、京东悍高五金官方旗舰店等第三方 B2C 店铺 经销：授权特定企业成为公司的线上经销商，线上经销商自行在淘宝、京东、拼多多等平台开设网络店铺	天猫悍高五金旗舰店（1.05 亿元）、京东悍高五金官方旗舰店（0.5 亿元）
云商模式（2019 年起推广）	自建线上自营平台云商商城，通过业务员主动拜访、客户自行推介等方式，发掘无经销商入驻或市场渗透率较低区域的客户资源，业务员邀请当地的五金建材商贸公司、橱柜衣柜门店、家具加工厂和五金批发部等在云商商城注册账号	河南登玉建材（0.27 亿元）
境外销售	出口直销、出口经销和出口贸易	KajaHorecaInterieurB.V.（0.29 亿元）

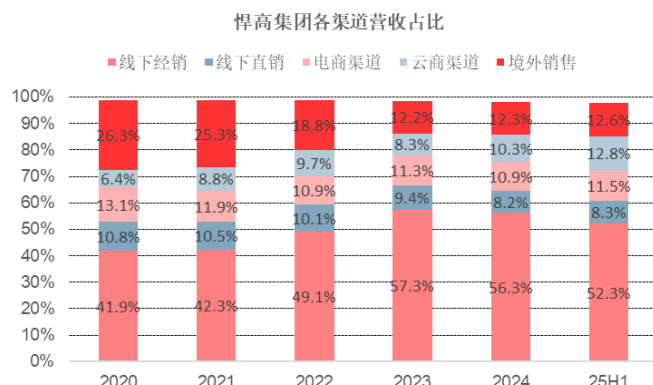
资料来源: 公司招股书, 中信建投证券

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

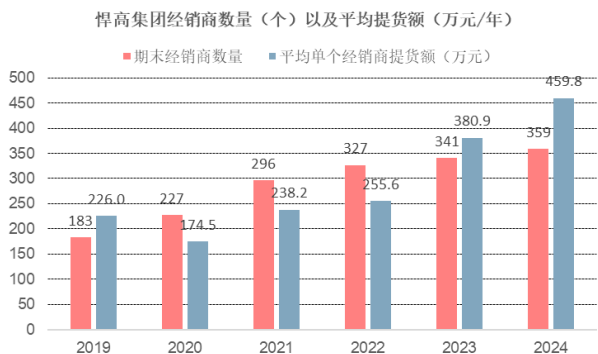
分渠道看，国内线下经销渠道营收占比 50%+、经销商渠道稳定增长中，电商+云商渠道保持快速增长、营收占比 24%。目前公司仍以经销商销售为主，2024 年线下经销渠道营收 16.09 亿元/+26.5%，营收占比 56.3%，2021 年起公司在各地招募经销商设立旗舰店、旧改店等对于产品进行展示，公司 2024 年国内经销商数量达到 359 个，已覆盖中国大陆 31 个省、自治区及直辖市以及 160 个地级市，线下经销渠道增长主要得益于年经销商平均提货额的提升。公司线下直销渠道对接定制家居和厨卫企业、房地产开发及配套工程企业。2024 年线下直销渠道营收 2.3 亿元/+12.1%，营收占比 8.2%，公司推出大客户服务战略，成功进入欧派、志邦金牌厨柜、全友家私、现代筑美等多家大家居行业头部企业。

图 5:悍高集团各渠道营收（百万元）及增速


数据来源: wind, 中信建投证券

图 6:悍高集团各渠道营收占比


数据来源: wind, 中信建投证券

图 7:悍高集团线下经销情况


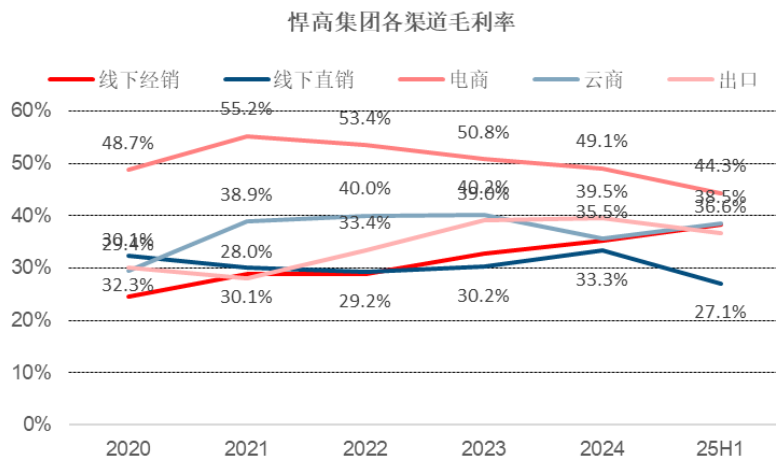
数据来源: wind, 中信建投证券

图 8:悍高集团线下直销客户销售额情况（万元）

公司名称	2024年	2023年	2022年	2021年
欧派家居	2,970	2,392	1,403	
青岛有屋智能家居	1,877	2,054	1,758	1,298
全友家私	1,884	1,748	1,503	1,526
志邦家居	1,489	1,765	1,401	1,137
金牌厨柜	1,203		1,432	1,224
肇庆现代筑美家居				1,000
恒大地产		1,395		
合计	6,454	9,352	7,496	6,186

数据来源: wind, 中信建投证券

图 9:悍高集团各渠道毛利率

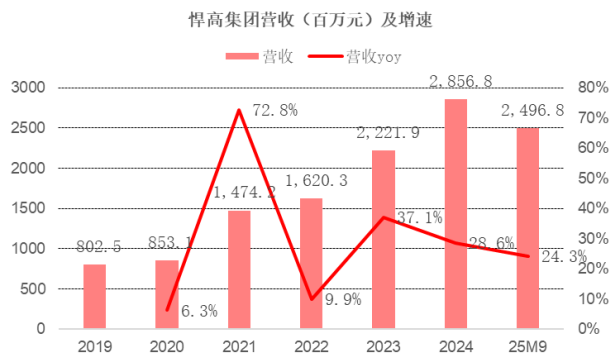


数据来源: wind, 中信建投证券

1.3.财务表现：产品延展+渠道开拓助力公司业绩高增，2019-2024 公司营收、净利润 CAGR 为 29%、59%

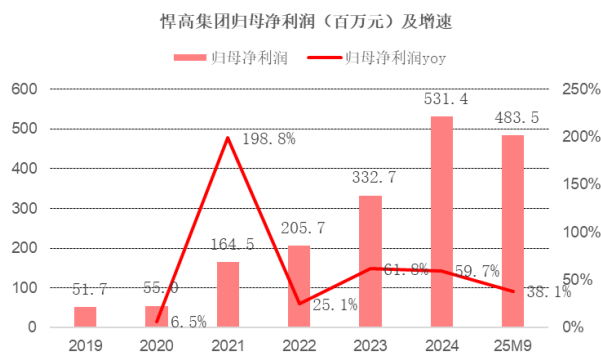
公司 2024 年营收 28.6 亿元/+28.6%、归母净利润 5.3 亿元/+59.7%，2019-2024 公司营收、净利润 CAGR 为 29%、59%，得益于产品延展+渠道开拓。公司营收从 2019 年的 8.02 亿元增长至 2024 年的 28.6 亿元、对应 CAGR 为 28.9%，归母净利润从 0.52 亿元增至 5.31 亿元、CAGR 为 59.4%。收入的增长得益于品类的延展和渠道的开拓，净利润增速快于收入得益于自产比例提升带来的规模效应。2021 年以来地产下行期下，公司仍实现快速增长（23、24 年公司营收同比+37.1%、+28.6%，归母净利润同比+61.77%、+59.7%）。25 年前三季度公司营收、归母净利润 25.0 亿元/+24.3%、4.84 亿元/+38.1%。

图 10:悍高集团营收表现



数据来源: wind, 中信建投证券

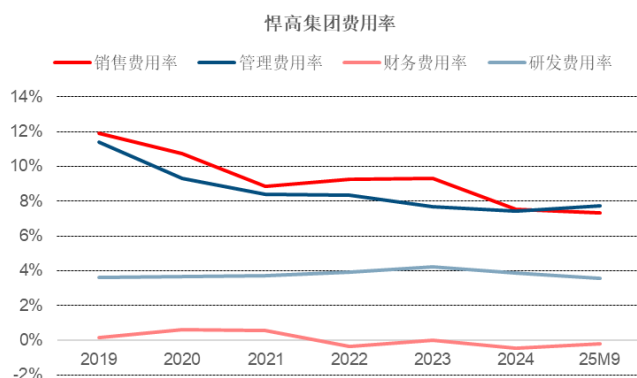
图 11:悍高集团业绩表现



数据来源: wind, 中信建投证券

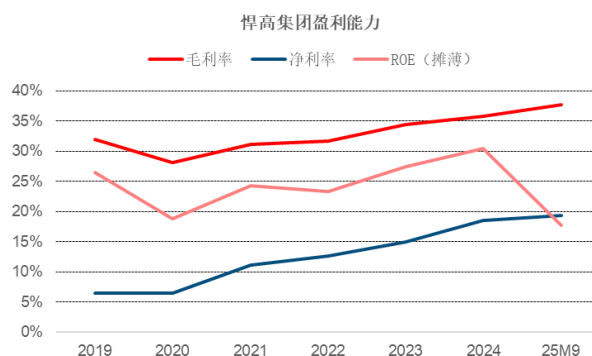
自产比例提升带来的规模效应+费用管控得当，公司盈利能力持续走强、2024 年净利率为 18.6%。2019-2024 年，公司毛利率由 32.0%提升至 35.8%，主要系公司自产比例提升带来的规模效应以及产品结构优化。费用端，公司管控得当，带动公司整体净利率从 2019 年的 6.4%升至 2024 年的 18.6%。

图 12:悍高集团费用率



数据来源: wind, 中信建投证券

图 13:悍高集团净利率

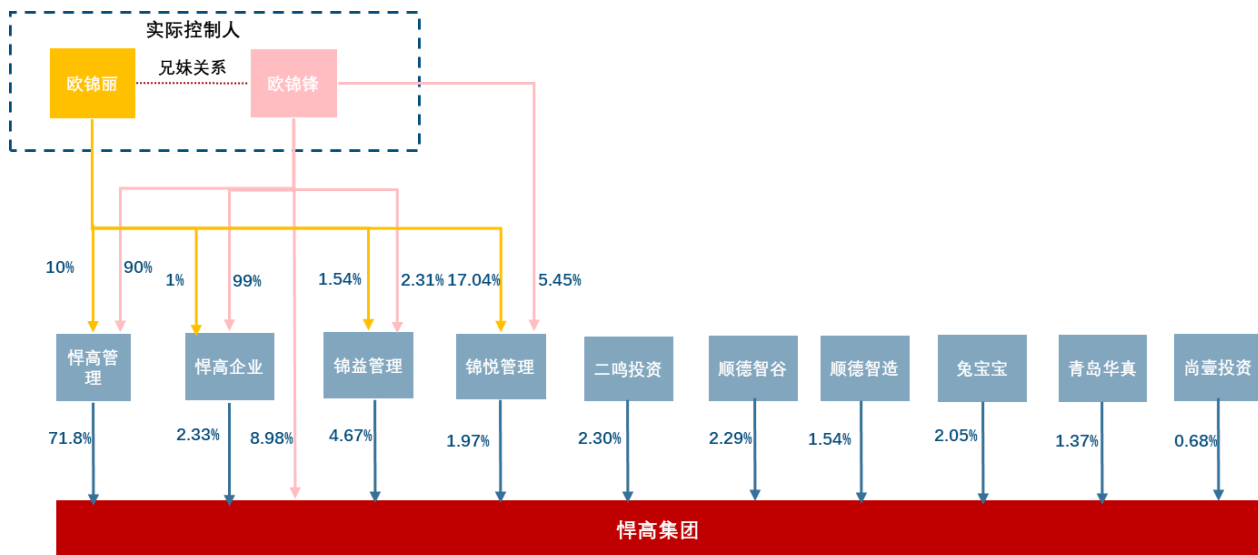


数据来源: wind, 中信建投证券

1.4.股权结构：公司股权结构集中，创始人工业设计出身，审美水平在线

公司共同实控人欧锦锋与欧锦丽合计持股 83.74%，管理层经验丰富。欧锦锋直接和间接持有公司 76.14% 的股份，欧锦丽间接持有公司 7.61% 的股份，欧锦锋与欧锦丽是兄妹关系，直接和间接持有 83.74% 的股份，并实际控制 89.76% 的表决权，欧锦锋担任公司董事长、总经理，欧锦丽担任公司董事、副总经理，二人为公司实际控制人。董事长欧锦锋为艺术设计类留学生、以工业设计出身，注重美学创新和产品开发设计层面能够紧跟市场需求。

图 14:悍高集团股权结构（截止 25 年 7 月）



数据来源: 公司招股书, 中信建投证券

表 2:悍高集团主要高管

姓名	年龄	职务	简历
欧锦锋	47	董事长兼总经理	2002.6-2003.1:任硕美工业设计有限公司经理; 2004.8-2005.5:任诺能电器制造有限公司经理; 2004.9-至今: 历任悍高执行董事、董事长兼总经理
欧锦丽	45	董事兼副总经理	2004.9-2020.9:任悍高有限副总经理、财务负责人; 2020.9-至今: 任悍高集团董事兼副总经理
孙国华	51	董事、户外家具事业部总经理	1995.11-1997.7:任顺德华通花园家具有限公司车间主管; 1997.7-2001.8:任顺德真美实业发展有限公司车间主管; 2001.9-2004.12:历任顺德华通户外家具有限公司部长、副厂长; 2005.1-2006.5:任顺德欧比克家具有限公司厂长; 2006.5-至今: 历任悍高户外家具事业部总经理、董事兼户外家具事业部总经理
汪宝春	43	监事会主席、功能五金事业部总长、整体厨房项目部部长、供应链 OEM 部主任专员、经理	2005.7-2015.9:历任美的推广专员、渠道经理、宁波分公司经理、嵌入式项目部部 2015.9-2020.9:历任悍高有限内营销总监、功能五金事业部总经理; 2020.9-至今: 任悍高集团监事会主席、职工代表监事、功能五金事业部总经理
蒋祖飞	37	监事、五金电商事业部总经理	2008.1-2008.12:任广东宝丽雅实业发展有限公司电商店长; 2010.5-2013.7:历任佛山艾诗凯奇电气有限公司淘宝系负责人、电商副总裁; 2013.9-2014.4:任佛山合源电子商务科技有限公司经理; 2014.5-至今: 历任悍高五金电商事业部总经理、监事

资料来源: 公司招股书, 中信建投证券

2.家居五金行业: 竞争格局极为分散, 基础五金存在高质价比整合趋势, 精致收纳带来收纳五金消费升级需求

2.1.行业概览: 处于后地产链, 下游应用场景多元化、消费属性较强

家居五金是指广泛应用于厨房、浴室、卧室等居家场景的各类五金产品, 是现代家居用品的重要组成部分, 具有耐用、防锈、防潮等特征, 可分为收纳五金、基础五金、厨卫五金等。家居五金是家居产品的核心部件, 是体现家居产品内在性能和外在美观的重要功能部件。其中: 1) 基础五金: 如铰链、滑轨等决定家居产品的启闭性能, 主要用于柜类、抽屉类; 2) 收纳五金: 水槽、拉篮、衣柜收纳等满足家居产品的收纳性能, 有助于家居环境的整洁及便捷性; 3) 厨卫五金: 主要包括水槽、橱柜、灶具等。

家居五金行业处于后地产链、下游应用场景多元化, 更好的功能性、智能化和设计感使得家居五金周期属性弱化、消费属性进一步强化。家居五金行业下游的市场主要是家居行业, 涉及厨卫、卧室等多场景, 不同于建材材料和定制软体, 功能性、智能化和设计感使得家居五金的消费属性更加凸显, 如设计精美、品质优良的五金产品将极大的提升家居产品的质量与档次; 随着智能家居生态的完善, 家居五金产品加速向智能化方向发展。消费属性中, 收纳五金>厨卫五金>基础五金。

表 3:家居五金行业具体细分品类

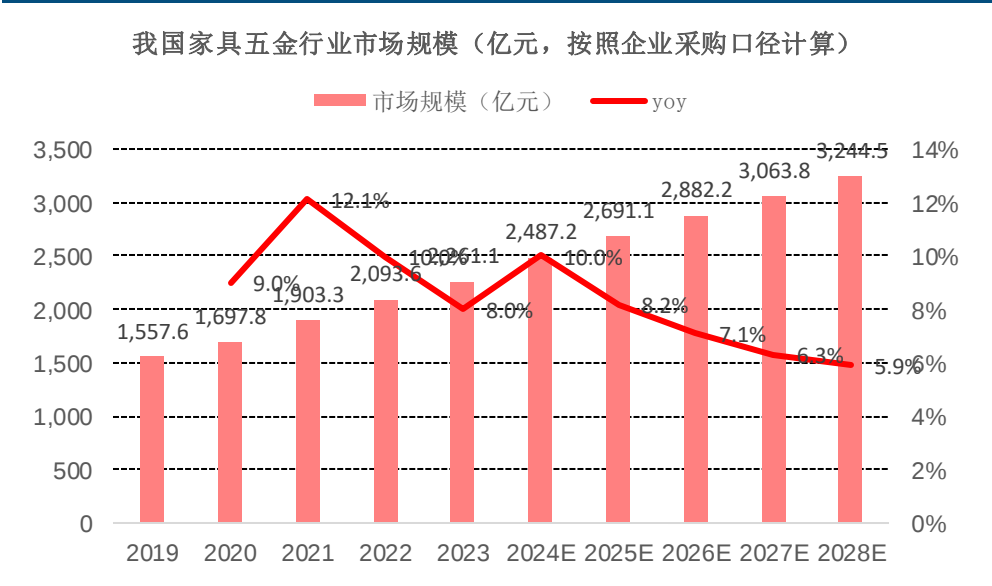
名称	简介	下游领域	特点
收纳五金	主要包括拉篮、抽屉、挂衣架、裤架、置物架、杯架等具备收纳功能的五金制品	厨房、客厅、卧室等	2C 为主，消费更加高频，需求韧性较强。核心影响因素包括：品牌、渠道
基础五金	是起到支撑、连接、固定等功能的五金零配件，主要包括铰链、拉手、滑轨、骑马抽、吊码、阻尼等	橱柜、衣柜、抽屉等	对接定制家居公司。核心影响因素包括：渠道、成本
厨卫五金	主要包括水槽、厨房水龙头、刀具、沥水篮、浴室架、角阀等	厨房、浴室	2C 为主，竞争激烈（还包括卫浴、家电的竞争）。核心影响因素包括：渠道、成本、品牌
其他类五金	主要包括门锁、晾衣架以及灶具等五金制品	门、阳台、厨房等	2C 为主，核心影响因素包括：渠道、品牌

资料来源：悍高集团招股书，中信建投证券

2.2.市场规模：家居五金行业市场规模达千亿，二手房/存量房有望打开增量空间

根据中国五金制品协会发布的《2024 年中国家具五金行业发展报告》，2019-2023 年中国家具五金行业平稳增长，CAGR 为 9.8%、2023 年家居五金市场规模约 2,261.1 亿元，预计未来五年市场规模的复合年增长率将达到 7.6%，2028 年市场规模将会增长到 3,244.5 亿元，行业具有较大的发展潜力。

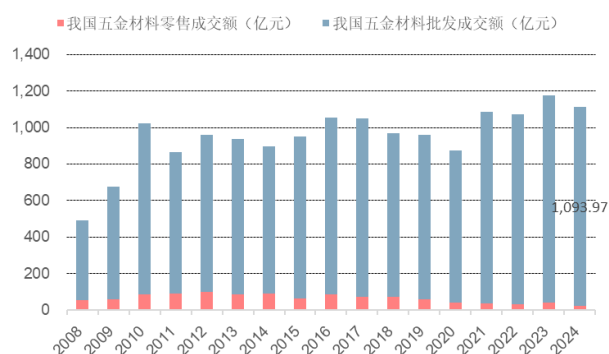
图 15:我国家具五金行业市场规模



数据来源：中国五金制品协会-《2024 中国家具五金行业发展报告》，中信建投证券

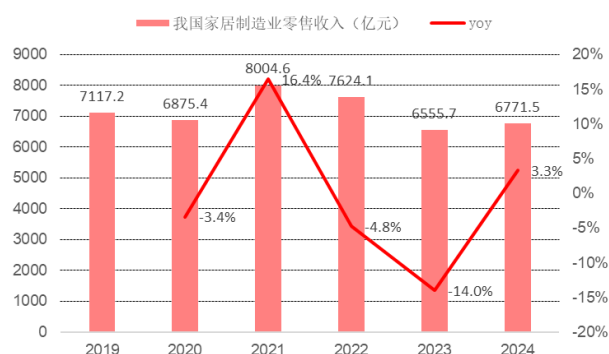
除此之外，我们参照国家统计局五金材料商品成交口径以及家居制造业零售收入口径，其中：①2024 年中国家居五金材料的商品成交额为 1114 亿元，其中零售市场规模约 20 亿元。②2024 年中国家具制造业营业收入 6771 亿元，基础五金在家具里的成本占比约 5-10%，预计基础五金的市场空间约 600-700 亿元。

图 16:我国五金材料销售情况



数据来源：国家统计局，中信建投证券

图 17:我国家居制造业零售收入



数据来源：国家统计局，中信建投证券

我们对于基础五金、收纳五金、厨卫五金市场进行测算，其中：我们对于家居装修需求进行测算，包含新房需求、二手房以及更新需求，其中新房参照国家统计局数据，装修比例假设前年 30%、去年 40%、今年 30% 比例测算；二手房假设 50% 装修比例；更新需求主要参照 20 年装修需求释放并假设 30% 的比例进行装修。合计对应房屋装修面积整体仍是下滑态势但降幅逐步收窄。具体到家居五金市场，预计基础五金、收纳五金、厨卫五金市场合计可达到千亿市场以上。

- 1) 基础五金：按照国产和进口价格测算，对应终端规模在 300-400 亿元、700-800 亿元；
- 2) 收纳五金：预计收纳五金市场空间约 200 亿元；
- 3) 厨卫五金：预计市场规模 400-500 亿元，这一块存量房和二手房预计装修比例会高于基础五金。

图 18:家居五金市场规模测算（亿元）

单位：万平方米	2022	2023	2024	2025E	数据来源
①商品房销售面积	135,837	111,735	97,385	90,568	国家统计局
yoy	-24.3%	-17.7%	-12.8%	-7.0%	按照25M1-9预测
装修比例	假设前年30%、去年40%、当年30%比例				预计
当年释放装修需求面积		141,685	114,661	99,645	
②二手房网签面积		70,882	71,812	75,403	国家统计局
yoy			1.3%	5.0%	按照25M1-9预测
装修比例	50.0%				
当年释放装修需求面积	-	35,441	35,906	37,701	
③翻新面积	32,523	39,510	42,465	48,793	按照20年翻新周期，选取20年前的竣工数据
yoy		21.5%	7.5%	14.9%	预计
装修比例	30.0%				
当年释放装修需求面积	9,757	11,853	12,739	14,638	
总计释放装修需求面积		188,979	163,306	151,984	
yoy			-13.6%	-6.9%	
家居五金市场测算（按照终端价格测算）	2022	2023	2024	2025E	数据来源
①基础五金	假设100平米/套，对应投影面积30平米定制柜 定制家具：每平米投影面积使用4个铰链和2个滑轨，铰链、滑轨价格为4（国产）/20+（进口）、15元（国产）/40+（进口），其他基础五金价			300-400亿（国产）； 700-800亿元（进口）	测算
②收纳五金	收纳五金终端均价300元/个，假设厨房2个、卧室2件，对应金额1200元			近200亿元	测算
③厨卫五金	卫浴五金终端均价800元/套，厨卫五金终端价格200元/套，假设厨房1个、卧室1.5件，对应金额1400元			400-500亿元	

数据来源：国家统计局，悍高集团招股书，中信建投证券测算

2.3.产业链：市场格局分散、头部公司市占率不到 3%

家居五金产品种类繁多、档次差异较大，大部分家居五金企业规模较小，市场整体较为零散。在低端市场，企业生产规模较小，品牌意识较弱，自主研发设计能力不足，以零散的形式参与区域市场竞争。目前大量中小五金企业在低端市场无序竞争，以低价竞争获取生存空间，产品技术含量较低，同质化现象严重。

图 19:家具五金行业产业链



数据来源：中国五金制品协会-《2024 中国家具五金行业发展报告》，中信建投证券

高端市场，企业主要依靠其产品质量、品牌、渠道、技术、管理及规模等优势，境外知名企业如百隆、海蒂诗、凯斯宝玛、格拉斯等较早进入了市场，国内品牌近些年逐步抢占份额。外资品牌凭借其成熟的商业模式和丰富的技术积累，逐步占据了家居五金的中高端市场，但境外知名企业由于国内销售网络布局不够完备，普遍存在着本地化经营能力不足的问题。我国本土家居五金企业通过坚持研发与自主创新，市场竞争力不断提高，出现了以悍高集团、东泰五金、图特股份、汇泰龙、雅洁五金等为代表的本土家居五金品牌。相对于国际品牌，本土企业在价格、渠道等方面具备优势，但缺乏国际企业数十年的品牌及技术积累。近年来，国内品牌厂商通过技术创新、品牌宣传等手段，逐步向高端市场突破，产品结构也由中低端为主逐渐向外资品牌主导的高端领域扩张。

表 4:部分家具五金主要公司

公司	成立时间	所属国家	进入中国时间	品牌	产品	营收规模	工厂分布
百隆	1952	奥地利	2002	主要产品为铰链、导轨和上翻门系列，其客户主要是大中型橱柜、家具生产商和小规模手工作坊，销售区域覆盖全球，主要品牌为“Blum”。	基础五金	FY24 营收 24.4 亿欧元（截止 6.30，欧盟占比 45%、美国占比 15%、其他市场 40%）	奥地利 8 个工厂、巴西、美国、波兰、中国
海蒂诗	1888	德国	1999	主营铰链、滑轨、抽屉系统、移门和折叠门配件、办公家具五金等，销售网络遍布全球。	基础五金	2024 年营收 14 亿欧元，海外市场占比 80%	德国、捷克、西班牙、马来西亚、中国、印度
格拉斯	1929	奥地利	2020 年悍高成为其中国总代理，23 年终止合作	高品质的抽屉滑轨系统、铰链和升降系统等产品	基础五金	2021 年营收 4.67 亿欧元	在欧洲和美国共六个工厂

萨哪奇	1926	意大利	2015	主营铰链、抽屉滑轨系统、升降机构和家具门的翻转与滑动系统等	基础五金	-	-
凯斯宝玛	1954	德国	2007	专门从事家居收纳五金的研发、生产和销售，产品销往德国、中国、美国、英国等 60 多个国家和地区，主要品牌为“Kesseböhmer”。	收纳五金	2023 年国内营收 3200 万元	2024 年在中国自建工厂
东泰五金	1991	国内	资本市场未上市	主要经营铰链、喷粉滑轨、走珠滑轨、隐藏式滑轨、豪华抽屉、上翻支撑件、趟门系统等产品，产品销往上百个国家及地区，拥有“DTC”品牌。	基础五金	亚洲最大、全球第三的家居五金企业，营收约 40 亿元	总面积达 65 万 m² 的生产基地群
星徽股份	1994	国内	2015 年上市	主营业务分为家居五金和跨境电商两块，家居五金板块的主要产品包括滑轨、铰链等，产品销往美国、巴西、日本等多个国家和地区，拥有“SHABC”品牌。	基础五金、收纳五金	24 年营收 15 亿元(国内占比 32%)	顺德、清远、意大利
图特股份	2009	国内	新三板	主要经营铰链、滑轨、移门系统、收纳系统、反弹器等产品，产品销往亚洲、欧洲、北美洲、南美洲等多个国家和地区，拥有“TUTTI 图特”品牌。	基础五金、收纳五金	24 年营收 9 亿元(国内占比 54%)	顺德(24 万平米生产基地)
悍高集团	2004	国内	2025 年上市	主营家居五金及户外家具等，包括家居收纳五金、基础五金、厨卫五金以及户外家具等产品。	收纳五金、基础五金	24 年营收 28.6 亿元(国内占比 86%)	60 万平米的数字化生产基地群

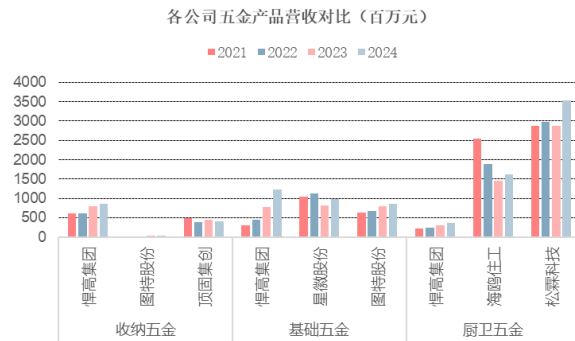
资料来源：悍高集团招股书，各公司官网，中信建投证券

3.如何看待悍高逆势增长的驱动力和后续看点？

3.1.行业对比：凭借好看、高质不贵的策略，多元化渠道布局，悍高在成长性和盈利性保持行业领先

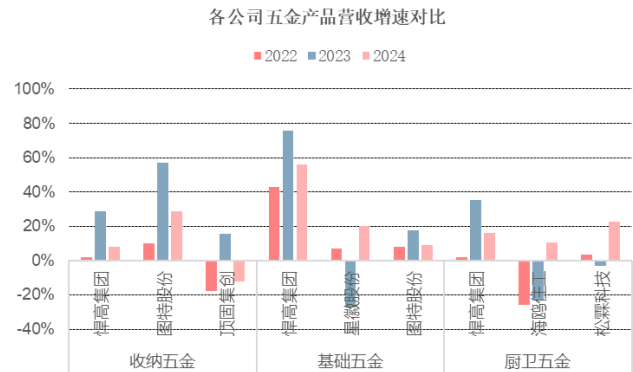
悍高集团因聚焦国内消费者市场，基础五金+厨卫/收纳五金业务布局下，受地产新房下行趋势影响较小。对标可比公司，可将其布局业务划分为基础五金、厨卫五金、收纳五金和建筑五金等赛道，其中建筑五金受到新开工下滑的影响直接，而基础五金、厨卫五金和收纳五金代表的家居五金和地产后装修市场更相关，因此各家公司因业务布局赛道的差异，在营收增速呈现分化态势。

图 20:部分公司五金产品营收对比



数据来源: wind, 中信建投证券

图 21:部分公司五金产品营收增速对比



数据来源: wind, 中信建投证券

图 22:五金行业部分公司营收及营收构成对比

公司名称	代码	主要产品	营收构成 (以2024年为例, 亿元)					2024年营收占比			
			总营收	收纳五金	基础五金	厨卫五金	建筑五金	收纳五金	基础五金	厨卫五金	建筑五金
图特股份	874697.BJ	基础五金 (铰链、滑轨、移门系统)、收纳系统	9.09	0.44	8.16			4.8%	89.8%		
星徽股份	300464.SZ	主营家居五金和跨境电商定制家居、精品五金、门窗等产品	15.10		9.81				65.0%		
顶固集创	300749.SZ		10.27		3.99				38.8%		
海曙精工	002084.SZ	卫浴五金, 如水龙头、洁具、浴缸等	28.54			16.12				56.5%	
松霖科技	603992.SH	厨卫五金, 如花洒、淋浴系统、龙头等	30.15			25.32				84.0%	
箭牌家居	001322.SZ	厨卫五金, 如花洒、淋浴系统、龙头等	71.31			20.63				28.9%	
坚朗五金	002791.SZ	建筑五金, 如门窗五金、幕墙五金等	66.38				65.65				98.9%
悍高集团	001221.SZ	收纳五金、基础五金、厨卫五金、户外家具	28.57	8.57	12.24	3.61		30.0%	42.8%	12.7%	

数据来源: wind, 中信建投证券

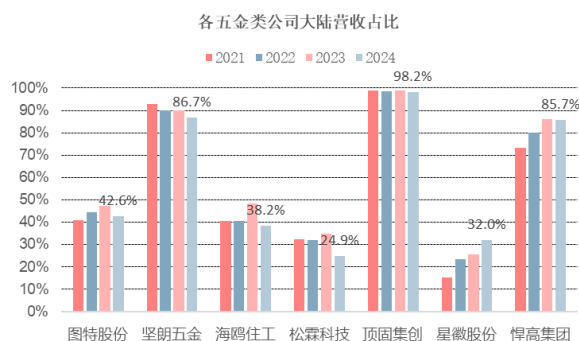
因各家公司渠道结构差异业绩表现呈现分化, 悍高凭借多元化渠道布局业绩增速领跑行业。悍高集团目前大客户直销比例较低, 渠道以经销为主, 并依托云商渠道对现有经销渠道进行进一步补充从而挖掘细分市场。如竞争对手图特股份, 因其主要业务模式为直接对接家居等大客户直销, CR5 近 40%, 而下游家居品牌商从 24 年起业绩呈现下滑态势会相应影响公司表现。悍高集团分散化的渠道布局与兔宝宝较为类似, 均不依赖大客户。分市场看, 悍高集团、顶固集创和坚朗五金主要聚焦国内市场, 星徽股份外销占比较高; 分渠道看, 悍高集团经销渠道营收占比 60%+、叠加电商渠道合计零售营收占比可达到 90%+; 而坚朗五金和松霖股份主要聚焦在大 B 客户。

图 23:悍高集团 VS 竞争对手（分渠道）

公司名称	代码	渠道模式	营收分渠道构成（以2024年为例，亿元）			2024年营收占比		客户情况
			总营收	直销（线上+线下）	经销	直销	经销	
图特股份	874697.BJ	大客户直销比例80%+（下游客户为五金品牌商、家居公司）	9.09	7.65	1.12	84.1%	12.3%	CR5近40%
坚朗五金	002791.SZ	直销比例90%+（下游客户为地产公司、幕墙公司、门窗公司、装饰公司）	66.38	65.26		98.3%		5w+客户；CR5占比2.6%
海鸥住工	002084.SZ	直销占比约85%（面向工程客户、家装渠道客户、零售终端）	28.54	24.36		85.3%		CR5近35%
松霖科技	603992.SH	全直营模式（面向摩、TOTO、科勒等品牌客户）	30.15	30.15		100.0%		CR5近40%
箭牌家居	001322.SZ	经销为主（下游面向经销商、家装公司）	71.31	10.12	60.62	14.2%	85.0%	CR5近20%
兔宝宝	002043.SZ	经销商体系（2万+家具厂客户）、房企工程客户	91.89	26.98	59.90	29.4%	65.2%	CR5为 11.6%
顶固集创	300749.SZ	经销商为主	10.27	0.10	9.98	1.0%	97.2%	CR5近30%
悍高集团	001221.SZ	以经销为主，直销占比较低（客户包含家居公司、经销商、2C）	28.57	线下直销：2.33 云商+电商：5.27 出口直销：1.255	线下经销：16.09 电商：0.80 出口：2.27	线下直销：14.5% 云商+电商：18.4% 出口直销：4.4%	线下经销：56.32% 电商：2.8% 出口：7.95%	CR5为8.5%

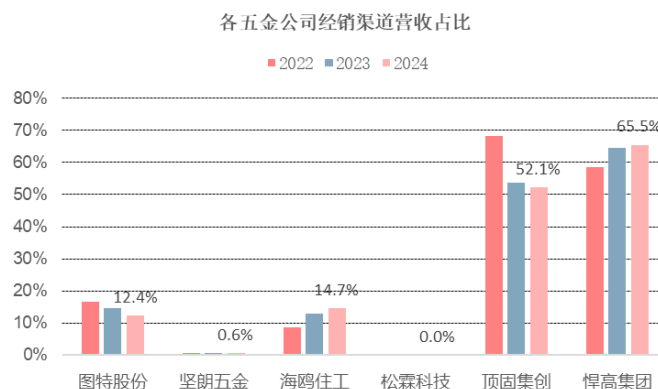
数据来源：wind，中信建投证券

图 24:各五金公司大陆营收占比



数据来源：wind，中信建投证券

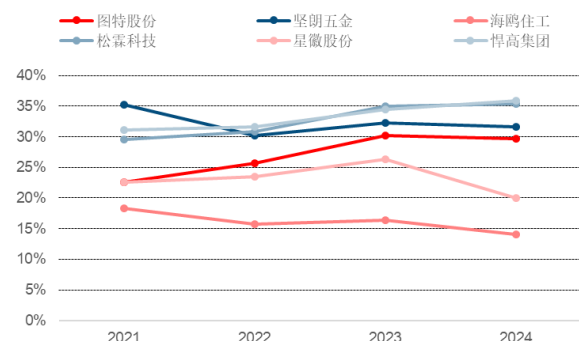
图 25:各五金公司经销渠道营收占比



数据来源：wind，中信建投证券

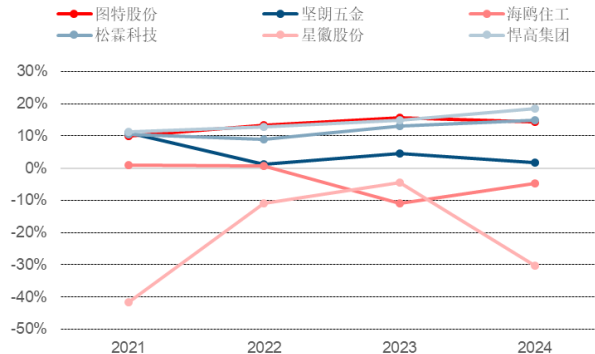
悍高集团盈利能力领先同业，主要得益于 2C 为主的自有品牌运营模式以及智能化生产优势。悍高集团较同业具备更高的盈利能力，主要是公司的业务、渠道和品牌溢价。从趋势上看，图特股份 2021-23 年毛利率也保持提升，主要受益于原材料采购价格下降，和悍高集团的毛利率提升类似。但进入 2024 年之后原材料价格降幅有所收窄，图特股份的毛利率有所下滑，悍高依托于自产产能的占比提升毛利率仍有上涨趋势。

图 26:各五金公司毛利率对比



数据来源：wind，中信建投证券

图 27:各五金公司净利率对比

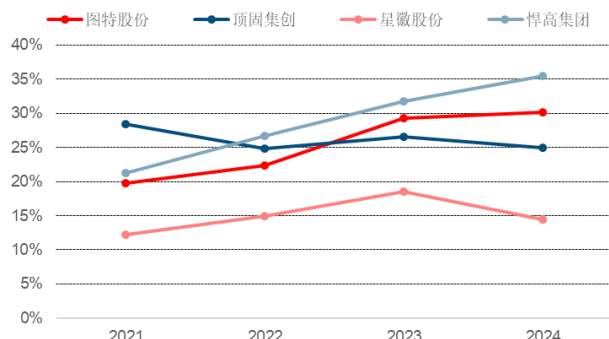


数据来源：wind，中信建投证券

悍高集团基础五金、收纳五金的毛利率均显著领先同行，主要系品牌溢价以及制造成本优势。在收纳五金领域，公司毛利率可保持 35%+、主要系通过创新能力公司品牌力在持续提升；基础五金领域公司毛利率持续

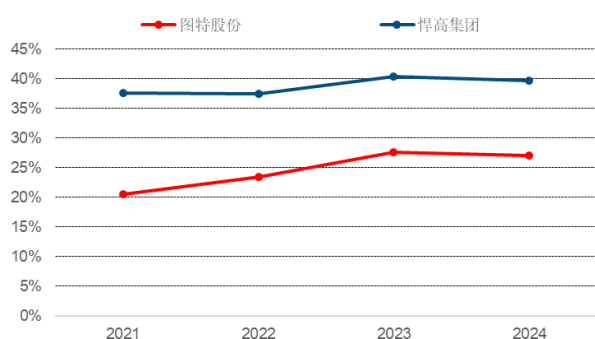
提升，主要系生产端的价格优势较明显。

图 28:各家公司基础五金毛利率对比



数据来源: wind, 中信建投证券

图 29:各家公司收纳五金毛利率

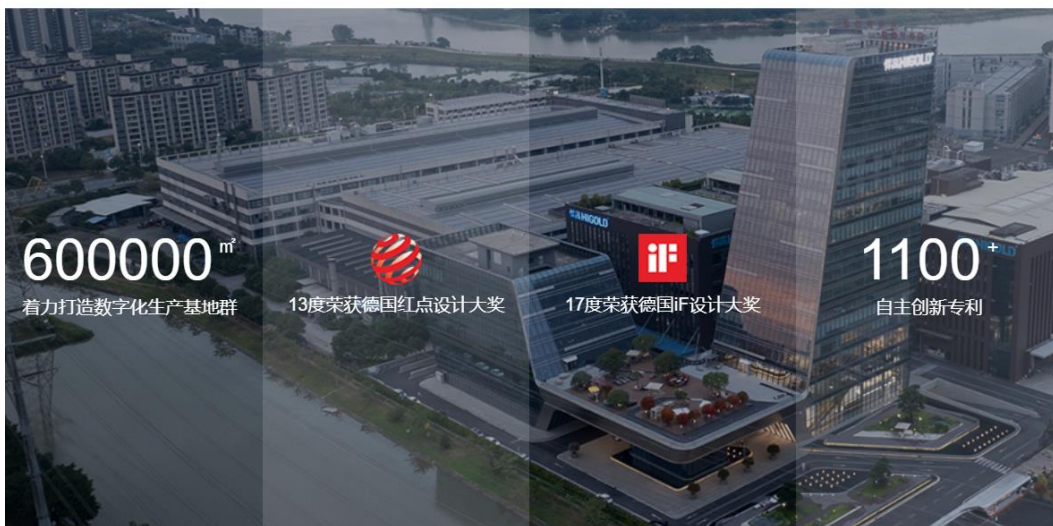


数据来源: wind, 中信建投证券

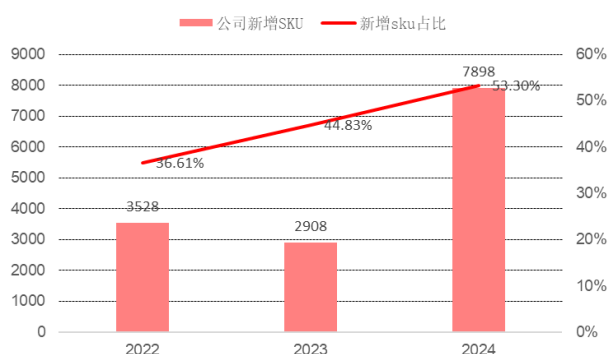
3.2.产品定位：主打“高端性价比+美学品质”定位，创始人艺术设计出身注重产品美学创新、厨卫五金/收纳五金具备议价权，智能化工厂使得基础五金产品具备价格优势

公司产品兼具高端性价比和高品质，得益于公司注重产品美学创新以及通过智能化工厂具备成本优势。一方面，公司董事长欧锦锋为艺术设计类留学生、以工业设计出身，注重美学创新和产品开发设计层面能够紧跟市场需求，截至 2025 年 9 月，公司累计斩获 13 项德国红点设计大奖。另一方面，得益于公司依托智能化工厂提升生产效率，通过自产比例提升具备成本优势有望抢夺白牌份额。

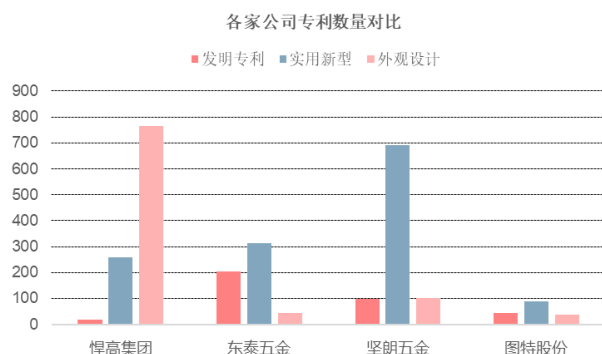
图 30:悍高集团注重美学设计与制造生产



数据来源: 公司官网, 中信建投证券

图 31:悍高集团每年新增 SKU 数量 (个)


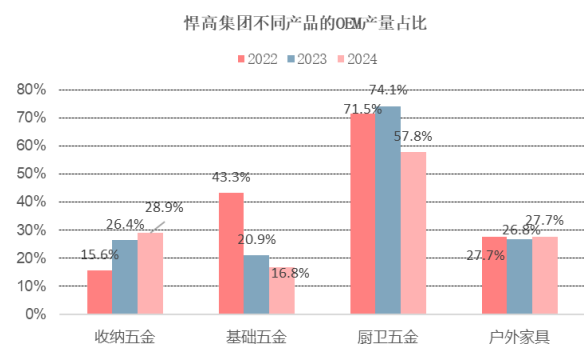
数据来源: wind, 中信建投证券

图 32:各家公司专利数量对比


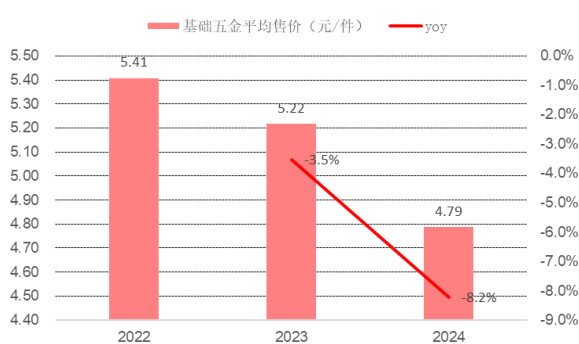
数据来源: 国家知识产权局, 中信建投证券

3.2.1.基础五金：积极布局智能化工厂建设，2024 年基础五金自产比例达到 80%+、带动毛利率继续提升，基础五金产品以价换量策略效果显著

公司积极布局智能化制造体系，着力打造 60 万 m²数字化生产基地群，积极引入先进自动化设备和生产线，率先在铰链产品上实现了从开料冲压、组装、检测到包装的全流程自动化生产，大幅降低人工成本并显著提升产品品质稳定性，订单交付周期大幅缩短，产品一次性合格率也稳定提升。同时，公司通过打通 ERP、MES、OA 等信息系统，实现了生产订单的高效协同与快速响应，持续增强公司综合竞争力。公司基础五金自有产量从 2022 年的 4806 万件提升至 2024 年的 2.07 亿件，自产比例由 57% 提升至 83%；且通过成本优势的释放，公司基础五金以价换量的策略效果显著，销售单价由 2022 年的 5.41 元降至 2024 年的 4.79 元。

图 33:悍高集团基础五金产品自产比例达到 80%+


数据来源: wind, 中信建投证券

图 34:悍高集团基础五金产品平均售价逐年下降


数据来源: wind, 中信建投证券

表 5:悍高集团募投项目

项目名称	预计投资规模（万元）	预计使用募集资金（调整后，万元）
悍高智慧家居五金自动化制造基地	56116.61	46062.26
悍高集团研发中心建设项目	5226.25	3000.00
悍高集团信息化建设项目	3004.04	2000.00

资料来源：公司招股书，中信建投证券

3.2.2.收纳/厨卫五金：高审美支撑产品溢价，产品力和质量可媲美海外高端品牌，相较于国内品牌有溢价、相较于海外高端品牌有较大的价格优势

收纳五金品类更偏存量房，满足精致居家生活下的消费升级需求，公司通过给家居公司赋能，共同做大客单值；厨卫五金品类公司保持 20%+增速主要依托公司的高审美。经过多年的发展和积累，在研发立项、产品开发设计、验证和变更以及打样开模等方面均已形成完善的流程，并以提高消费者体验、解决消费者痛点为产品创新的方向，产品不断推陈出新，丰富产品种类和规格型号。从产品质量上看，公司收纳、厨卫五金产品质量可媲美海外高端品牌，公司已构建形成多轨迹拉篮转动技术、拉篮自门板调节技术、PVD 纳米封油技术、滑撑组件连接强化技术以及柚木打胶技术等多项核心技术。尤其在产品设计研发方面，作为国家高新技术企业和省级工业设计中心，悍高集团成功推出了希勒系列拉篮、宾尼斯水龙头以及 Onda 系列户外家具等优质产品，相继获得德国红点奖、德国 IF 设计奖、中国设计红星奖等国际顶级奖项。

表 6:悍高集团核心技术

序号	技术名称	技术内容	技术来源	技术阶段	专利情况
1	角柜拉出机构技术	本技术通过特定角轨与机构一体连接，使得角柜轨道有效的自由拉出，从而实现角盲区的空间应用。	自主研发	大批量生产	2020104241892
2	拉篮调节技术	本技术使用户可以轻松调节拉篮和支撑杆的松紧度，从而实现拉篮免扶式的高度调节功能。	自主研发	大批量生产	2015110090121
3	拉篮直门板调节技术	有效满足通用四边型拉篮和配件的叠加应用，使自带柜门和标配是柜门安装和 3 维调节功能。	自主研发	大批量生产	2015107013609
4	板框固定技术	本技术是木板与金属框的镶嵌技术，在无需使用螺丝固定木板与金属框的情况下，亦可达到很好的承重效果。	自主研发	大批量生产	2017204892793
5	高承重导轨技术	本技术使产品导轨可在具备 50KG 承重力的情况下，推拉次数达到 5 万次以上，在行业中处于较高水平。	自主研发	大批量生产	201911155695.7 (专利申请处于实质审查阶段)

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

6	门板安装技术	本技术有效解决传统安装模式下的问题，使门板与橱柜紧密调节，用户门板安装后无法三维微调。	自主研发	大批量生产	2015211167874
7	衣架升级技术	本技术通过气压杆升降控制柜体实现 90 度平开，且升降过程中具有缓冲功能，避免发出噪音，提升使用体验。	自主研发	大批量生产	2017202483829
8	多轨迹旋转传动技术	实现转架按照 L 型及 S 型轨迹运动，实现了转架位置的逐渐拉近，从而实现了通过滑组将置物篮与侧板连接。	自主研发	大批量生产	2019203429197
9	滑撑组件连接强化技术	通过在滑组加设均匀铰链，使斜悬臂受力更加均匀，避免悬臂的较长点承受较大的荷载而磨损，延长了滑撑组件的使用寿命，使用更安全、更可靠。	自主研发	大批量生产	2020224027477
10	锁扣组件调节技术	本技术采用螺纹传动的方式调节，使得锁板调节移动精度高，使用方便，同时无需在锁板表面开设调节长条孔，保留锁板外观的完整性，造型美观。	自主研发	大批量生产	2021203220329
11	执手旋转弹性定位技术	本技术通过内设的弹性定位装置对传动轴进行多角度定位，传动轴在旋转定位时阻尼效果好，使手柄在旋转操作时具有较好的定位效果，避免执手在操控时有空转的感觉，实现了良好的用户体验。	自主研发	大批量生产	2021203227506
12	超声波清洗技术	本技术利用超声波在液体介质中的空化效应，产生瞬时高压，对液体介质覆盖的内外表面进行清洗，并使液体与清洗槽在超声波频率下共振，使清洗效果和效率得到有效提升。	自主研发	大批量生产	2022202551302
13	PVD 纳米封油技术	本技术利用 PVD 真空镀膜和纳米喷涂技术对抽拉工艺，对产品进行着色及表面处理，让产品表面不易于清洁，色彩多样化并提升美感。	自主研发	大批量生产	2022301292526
14	扶手内嵌柚木技术	本技术使家具整体造型更加美观，且柚木的使用在提升产品质感的同时，相较于其他金属材料，在不同季节中表面温度差异较小，不会对使用者的肌肤造成较大刺激。	自主研发	大批量生产	未申请专利
15	柚木打胶技术	本技术的运用填补了台面柚木之间的缝隙，使柚木不会因热胀冷缩而开裂，同时起到分割线的作用，使产品整体更具其美观性，并且本技术所用胶难以被氧化，具有优异的耐 UV、抗污性能。	自主研发	大批量生产	2021213678600

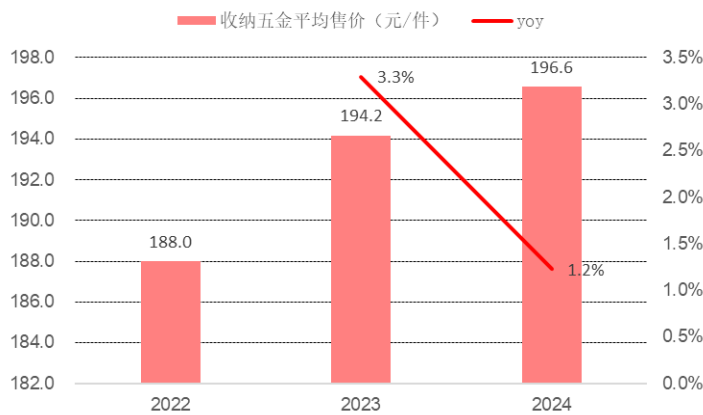
资料来源：公司招股书，中信建投证券

创新能力+高审美催生明星单品，以公司拉篮产品为例，在主要电商平台的销售排名连续三年位居第一。根据中国五金制品协会发布的《2024 中国家具五金行业发展报告》，公司在行业竞争中脱颖而出，成为行业排名前五的龙头企业。经广东省橱柜业商会 2020 年认证，公司五金拉篮产品销售规模占广东省五金拉篮行业规模的比重位居广东同类产品第一名。此外，公司的拉篮产品在主要电商平台的销售排名连续三年位居第一。

表 7:拉篮产品线上销售表现突出

主要电商平台	2022 年度	2023 年度	2024 年度
天猫	排名第一	排名第一	未披露
京东	排名第一	排名第一	排名第一
抖音	排名第一	排名第一	排名第一

资料来源：公司招股书，中信建投证券

图 35:悍高集团收纳五金产品平均售价保持增长势头


数据来源：wind，中信建投证券

价格层面，高审美赋予产品溢价，公司产品在功能五金和厨卫五金方面具备议价权，较国产品牌价格整体高 15%-40%；而相较海外品牌仍有价格优势。

图 36:不同品牌家居五金产品价格对比

分类	悍高	价格（实际到手价）	国内其他品牌	价格（实际到手价）	海外品牌	价格（实际到手价）
基础五金	M系列304不锈钢铰链	8.9元/只	东泰DTC C81全阻尼铰链	10.2元/只	百隆无弹簧铰链	28元/只
	全拉出阻尼隐藏滑轨12寸1对（300MM）	36.9元/对	东泰DTC SS80-300MM隐藏阻尼缓冲滑轨	46.7元/对	百隆全拉阻尼静音三节托底滑轨12寸	266.9元/对
	不锈钢液压阻尼三节轨12寸1对（300MM）	56.9元/对	东泰DTC 三节同步全拉出滑轨	72元/对	海蒂诗全拉出隐藏式三节导轨	122.5元/对
收纳五金	希勒3.0系列400柜拉篮	918元	诺米厨房双层拉篮400柜	1372元	百隆厨房拉篮调味篮400柜	1250元
厨卫五金	304不锈钢抽拉水龙头（四模出水）	324元	九牧抽拉款4功能水花	386元	摩恩四出水龙头	472元
	750*480MM石纹水槽（含龙头）	1513元	欧琳厨房水槽（含龙头）750MM	1649元	汉斯格雅抽拉龙头	1223元
					汉斯格雅石槽水槽（含龙头）790*454MM	4546元

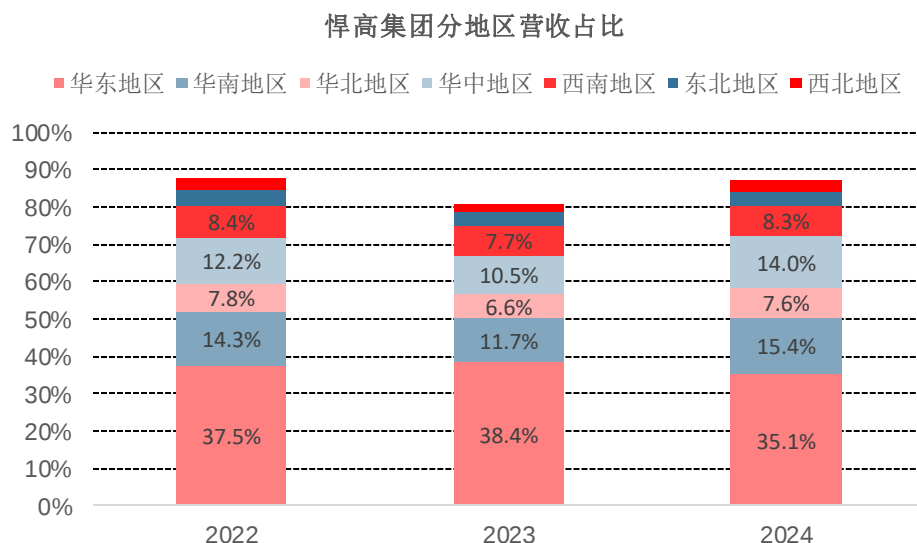
数据来源：淘宝，中信建投证券

3.3.多元渠道：多元化渠道布局帮助公司穿越地产下行周期，经销渠道和云商渠道互为补充，后续深耕渠道继续做大客单值，其他地区继续推进精细化运营

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

目前主要以线下经销模式（2B，发展经销商）为主，并通过大力发展直销客户（直接对接家居公司）、拓展电商渠道（2014 年推出，覆盖 C 端消费者）、深耕云商平台（2019 年推出，持续下沉销售渠道，to 小 B）。2025H1 公司线下经销、线下直销、电商模式、云商模式、出口营收分别为 7.59 亿元/+12.5%、1.21 亿元/+25.3%、1.67 亿元/+32.4%、1.86 亿元/+79.1%、1.83 亿元/+15.3%，营收占比 52%、8%、12%、13%、13%。分地区看，公司华东地区营收占比约 35%，其他地区后续将继续推进精细化运营。

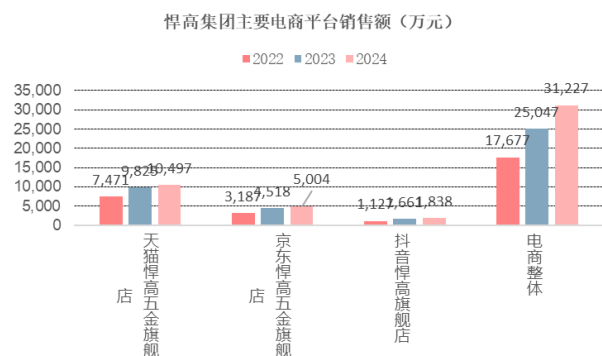
图 37:悍高集团各地区营收占比



数据来源: wind, 中信建投证券

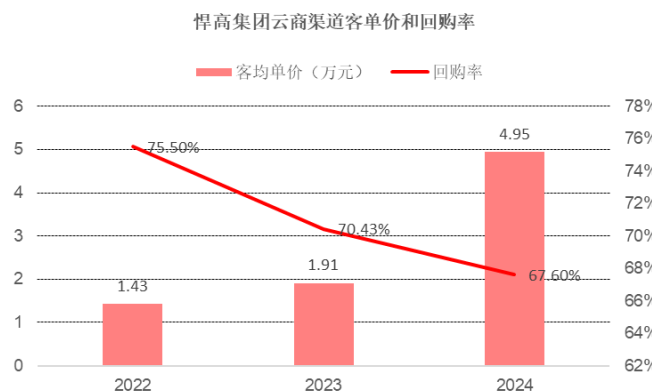
经销渠道和云商渠道互为补充，未来主要是深耕渠道继续做大客单值。2014 年开拓电商渠道以来，公司加大对电商销售模式拓展力度，定期推出畅销款产品，参加各种推广促销活动，2024 年线上直销模式的营收 3.1 亿元/+24.7%、营收占比 10.9%，其中线上直销 2.32 亿元，占电商模式收入的比例 74.4%。除此之外，2019 年公司推出云商平台，旨在充分挖掘公司产品的潜在市场，弥补传统渠道难以覆盖的空白或低市场渗透率区域，挖掘五金建材商贸公司、家具加工厂、橱柜门店及五金批发部等潜在客户，客户在云商 APP 平台注册后，即可在线上查询到公司产品的详细介绍及价格信息，并根据个人需求自行选购。2022-2024 年，公司云商渠道收入由 1.58 亿元增长至 2.94 亿元、24 年营收占比 10.3%，客均单价由 1.43 万元增长至 4.95 万元。

图 38:悍高集团主要电商平台销售情况



数据来源: wind, 中信建投证券

图 39:悍高集团云商渠道运营情况

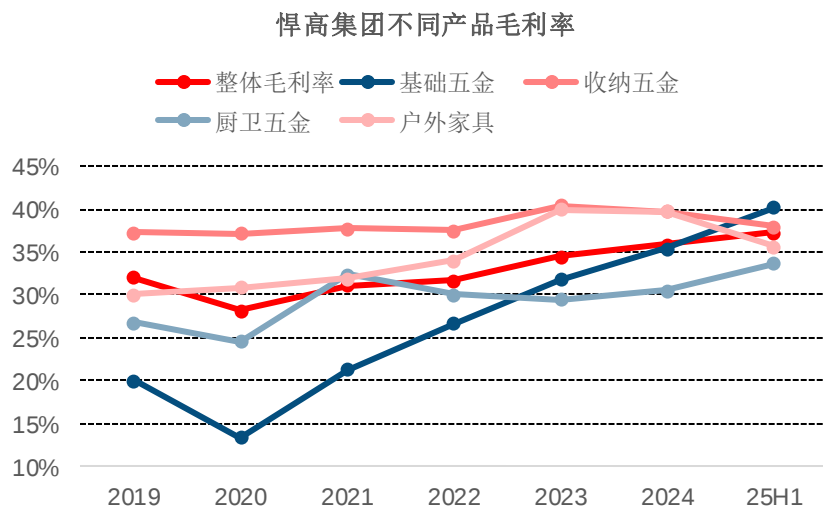


数据来源: wind, 中信建投证券

3.4.智造领先: 原材料成本下降+产品自产能力提升+产品结构变化带动公司盈利能力持续提升, 三大数字化工厂助力巩固行业地位

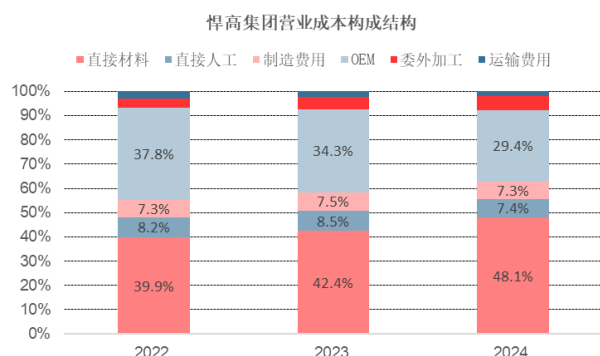
25Q1-Q3 公司毛利率为 37.77%/+2.27pct, 净利率为 19.36%/+1.94pct, 单季度看, 25Q3 公司毛利率为 38.39%/+1.80pct, 净利率为 20.82%/+2.25pct, 环比+2.63pct。主要系原材料成本下降、公司自产比例提升带来的规模效应以及产品结构优化。

图 40:悍高集团不同产品毛利率情况

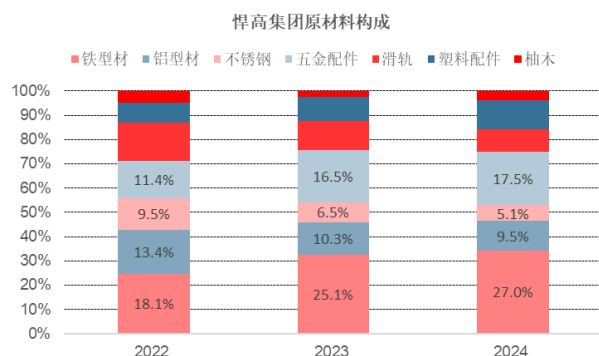


数据来源: wind, 中信建投证券

铁、铝、不锈钢等大宗原材料采购单价下降对成本有正向贡献。2022-2024 年间, 公司直接材料占营业成本比例分别为 39.9%、42.4%、48.1%, 而直接材料中主要包括铁型材、铝型材、不锈钢以及木材等, 铁+铝+不锈钢占比 40%+, 近年来看铁、铝、不锈钢等主要上游原材料采购单价呈下行趋势, 带动公司毛利率上升。2025 年以来铝价格略有提升、铁矿价格处于低位、不锈钢价格仍呈现下行趋势, 预计原材料采购降价同比仍有降本贡献, 但贡献幅度逐步减小。

图 41:悍高集团营业成本构成, 原材料占比近 50%


数据来源: wind, 中信建投证券

图 42:悍高集团原材料采购中, 铁+铝+不锈钢占比 40%+


数据来源: wind, 中信建投证券

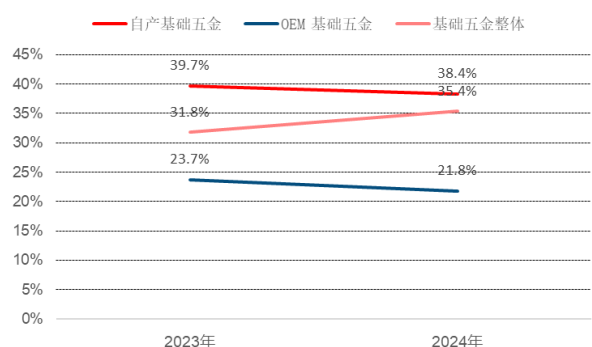
图 43:铜 (右轴)、铝 (左轴) 价格


数据来源: wind, 中信建投证券

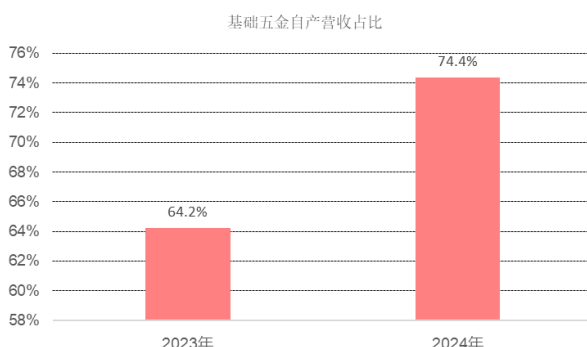
图 44:不锈钢价格 (元/吨)


数据来源: wind, 中信建投证券

自有产能继续扩大有望带动后续成本降低和毛利率改善。2024 年公司基础五金中 OEM 产品毛利率为 23.7%、自产基础五金毛利率为 39.73%，自产品毛利率显著高于 OEM。其中 2024 年基础五金 OEM 产量占比仍有 16%、营收占比 20%+，未来随着自产品占比提升，有望带动毛利率继续改善。

图 45:悍高集团基础五金产品毛利率表现


数据来源: wind, 中信建投证券

图 46:悍高集团自产营收占比提升至 70%+


数据来源: wind, 中信建投证券

目前悍高集团旗下拥有悍高星际总部生产基地、悍高六角大楼生产基地和独角兽五金智造基地，三大基地将构建成总面积超 60 万平方米的数字化生产基地群。其中星际总部生产基地是研发与创新中枢，汇聚多元功能区，为产品创新和品牌发展提供战略支持；六角大楼生产基地以高度自动化“黑灯工厂”为核心，专注柜类照

明与精密五金部件的智能化生产；独角兽五金智造基地则定位为基础五金及精密核心部件的主要生产基地，建成后将作为一体化超级工厂大规模生产五金铰链、导轨等产品，助力集团扩大产能、巩固行业领先地位并向世界级家居五金航母迈进。

图 47:悍高集团旗下拥有三大生产基地具体信息

智能制造基地	项目信息	投资金额	达产相关信息	产值	具体项目及产量
悍高星际总部生产基地	2021年平顶，建筑面积达4万平方米		是集团较早投用的智能制造基地之一	达产后产值达15亿元	聚焦 家居五金相关核心产品生产
悍高六角大楼生产基地	2022年平顶，建筑面积超过18万㎡	5亿元+	2024年10月该基地的铰链超级工厂正式投产；一期共4栋厂房，2021年底起陆续投用，截至2025年7月已有3栋投入使用，开设超110条自动化生产线，剩余1栋计划当年年底前投用	2024年约600名员工创造超10亿元产值，达产后年产值将超过12亿元；基地建成后公司整体产值达30亿元。	核心为 铰链超级工厂 ，开展 铰链等基础五金产品的全链条生产 ，涵盖原材料开料冲压、热处理、外部委托电镀后回厂组装，以及产品使用寿命测试和质量检测等工序；生产线对标黑灯工厂标准，产品一次性合格率达99.9%。
悍高独角兽五金智造基地	占地面积107.7亩、建成总建筑面积超25万平方米	10亿元+	2027年底前竣工	该基地投产后预计推动集团年产值突破60亿元，与另外两大基地形成合力	主要 生产基础五金及精密核心部件，包括铰链、导轨等 ，满产后五金铰链、导轨年产量将超8亿支。

数据来源：悍高集团公众号，中信建投证券

图 48:悍高集团旗下三大生产基地



数据来源：悍高集团公众号，中信建投证券

4.盈利预测

盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现收入 35.8 亿元、46.7 亿元、59.8 亿元，同比+25.2%、+30.5%、+28.1%；归母净利润 6.9 亿元、9.1 亿元、11.7 亿元，同比+30.3%、+31.5%、+28.8%，对应 PE 为 34X、26X、20X。首次覆盖，给予“买入”评级。

图 49:悍高集团营收拆分及测算

单位:百万元, CNY	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	802.5	853.1	1,474.2	1,620.3	2,221.9	2,856.8	3,575.8	4,666.0	5,975.5
yoy	0.0%	6.3%	72.8%	9.9%	37.1%	28.6%	25.2%	30.5%	28.1%
1. 基础五金	103.2	147.5	311.7	446.1	783.3	1,223.8	1,688.8	2,364.4	3,191.9
yoy		42.9%	111.4%	43.1%	75.6%	56.2%	38.0%	40.0%	35.0%
2. 收纳五金	404.0	386.5	603.6	615.7	792.8	857.0	986.8	1,245.8	1,535.1
yoy	0.0%	-4.3%	56.2%	2.0%	28.8%	8.1%	15.1%	26.3%	23.2%
3. 厨卫五金	100.9	138.7	225.5	230.3	311.7	361.4	449.7	539.6	636.7
yoy	0.0%	37.4%	62.6%	2.1%	35.3%	15.9%	24.4%	20.0%	18.0%
4. 户外家具	171.6	135.3	238.2	218.6	187.6	262.1	288.3	331.6	397.9
yoy			76.0%	-8.2%	-14.2%	39.7%	10.0%	15.0%	20.0%
5. 其他主营	18.3	33.7	76.9	87.5	110.5	97.0	87.3	87.3	87.3
yoy		84.5%	128.0%	13.9%	26.2%	-12.2%	-10.0%	0.0%	0.0%
其他	4.4	11.4	18.3	22.0	36.0	55.5	74.9	97.4	126.6
yoy		160.1%	60.6%	20.3%	63.4%	54.1%	35.0%	30.0%	30.0%
毛利率(%)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
整体毛利率	31.98	28.14	31.08	31.67	34.43	35.84	37.27	37.28	37.32
基础五金	20.06	13.41	21.30	26.69	31.79	35.41	40.00	39.60	39.40
收纳五金	37.30	37.11	37.68	37.48	40.38	39.72	37.50	37.50	37.50
厨卫五金	26.73	24.54	32.36	30.07	29.45	30.50	33.50	33.50	33.50
户外家具	30.05	30.83	31.89	34.01	39.92	39.71	35.60	35.60	35.60
其他主营业务	29.28	-0.68	13.52	18.50	18.21	24.98	26.00	26.00	26.00
其他业务	29.75	11.70	26.92	16.00	25.30	20.72	15.00	15.00	15.00

数据来源: wind, 中信建投证券测算

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,030.7	1,338.4	2,290.6	3,626.9	5,274.8	营业收入	2,221.9	2,856.8	3,575.8	4,666.0	5,975.5
现金	712.1	1,006.5	1,774.0	2,952.8	4,411.8	营业成本	1,456.9	1,833.0	2,243.0	2,926.5	3,745.6
应收票据及应收账款合计	116.4	159.2	211.3	275.7	353.1	营业税金及附加	14.0	24.1	30.1	39.3	50.3
其他应收款	5.6	5.4	9.7	12.6	16.1	销售费用	207.1	215.2	261.0	340.6	436.2
预付账款	8.0	8.1	11.1	14.5	18.5	管理费用	76.7	100.8	146.6	191.3	245.0
存货	173.1	135.9	245.7	320.5	410.3	研发费用	94.2	111.0	135.9	177.3	227.1
其他流动资产	15.5	23.4	38.9	50.7	64.9	财务费用	-0.3	-12.2	-14.0	-29.1	-46.3
非流动资产	943.6	1,162.0	957.9	751.7	544.7	资产减值损失	-0.4	0.8	-0.8	-1.1	-1.4
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	信用减值损失	-2.5	-7.4	-7.2	-9.3	-12.0
固定资产	587.0	808.6	664.2	517.6	368.9	其他收益	14.3	16.8	12.9	12.9	12.9
无形资产	127.3	244.9	200.7	156.5	112.3	公允价值变动收益	-0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动资产	229.3	108.4	93.0	77.5	63.5	投资净收益	-0.8	0.3	-0.1	-0.1	-0.1
资产总计	1,974.3	2,500.4	3,248.5	4,378.5	5,819.5	资产处置收益	-0.2	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1
流动负债	682.8	699.1	772.0	1,007.3	1,289.3	营业利润	383.1	595.2	777.9	1,022.4	1,316.9
短期借款	129.6	100.0	0.0	0.0	0.0	营业外收入	2.5	3.1	2.5	2.5	2.5
应付票据及应付账款合计	363.4	395.0	504.5	658.3	842.5	营业外支出	3.0	2.4	2.7	2.7	2.7
其他流动负债	189.9	204.2	267.5	349.0	446.8	利润总额	382.6	595.8	777.6	1,022.2	1,316.7
非流动负债	76.3	54.9	38.0	23.0	10.1	所得税	49.9	64.4	85.5	112.4	144.8
长期借款	47.3	32.9	15.9	1.0	-12.0	净利润	332.7	531.4	692.1	909.8	1,171.9
其他非流动负债	29.1	22.0	22.0	22.0	22.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债合计	759.2	754.0	810.0	1,030.3	1,299.4	归属母公司净利润	332.7	531.4	692.1	909.8	1,171.9
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EPS（元）	0.83	1.33	1.73	2.27	2.93
股本	360.0	360.0	360.0	360.0	360.0	主要财务比率					
资本公积	128.1	128.1	128.1	128.1	128.1	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
留存收益	727.1	1,258.3	1,950.4	2,860.2	4,032.1	成长能力					
归属母公司股东权益	1,215.2	1,746.4	2,438.5	3,348.3	4,520.1	营业收入(%)	37.13	28.57	25.17	30.49	28.06
负债和股东权益	1,974.3	2,500.4	3,248.5	4,378.5	5,819.5	营业利润(%)	67.54	55.37	30.70	31.44	28.80
现金流量表(百万元)						归属于母公司净利润(%)	61.77	59.72	30.25	31.45	28.81
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	获利能力					
经营活动现金流	610.8	685.1	871.9	1,166.3	1,427.3	毛利率(%)	34.43	35.84	37.27	37.28	37.32
净利润	332.7	531.4	692.1	909.8	1,171.9	销售净利率(%)	14.97	18.60	19.36	19.50	19.61
折旧摊销	72.6	87.1	204.1	206.3	207.0	ROE(%)	27.38	30.43	28.38	27.17	25.93
财务费用	-0.3	-12.2	-14.0	-29.1	-46.3	偿债能力					
投资损失	0.8	-0.3	0.1	0.1	0.1	资产负债率(%)	38.45	30.16	24.93	23.53	22.33
营运资金变动	183.8	61.4	-11.8	77.8	93.1	流动比率	1.51	1.91	2.97	3.60	4.09
其他经营现金流	21.1	17.7	1.5	1.5	1.5	速动比率	1.22	1.68	2.58	3.22	3.71
投资活动现金流	-238.4	-329.7	-1.6	-1.6	-1.6	营运能力					
资本支出	228.3	340.1	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	1.13	1.14	1.10	1.07	1.03
长期投资	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	应收账款周转率	21.89	19.90	18.25	18.25	18.25
其他投资现金流	-466.8	-669.9	-1.6	-1.6	-1.6	应付账款周转率	4.16	4.73	4.53	4.53	4.53
筹资活动现金流	2.0	-132.8	-102.9	14.2	33.4	每股指标（元）					
短期借款	47.5	-29.6	-100.0	0.0	0.0	每股收益(最新摊薄)	0.83	1.33	1.73	2.27	2.93
长期借款	-10.3	-14.4	-16.9	-15.0	-12.9	每股经营现金流(最新摊薄)	1.53	1.71	2.18	2.92	3.57
其他筹资现金流	-35.2	-88.8	14.0	29.1	46.3	每股净资产(最新摊薄)	3.04	4.37	6.10	8.37	11.30
现金净增加额	373.3	224.8	767.4	1,178.8	1,459.0	估值比率					
						P/E	69.73	43.66	33.52	25.50	19.80
						P/B	19.09	13.28	9.51	6.93	5.13

数据来源：wind，中信建投证券

风险分析

1) 经销商管理风险：随着公司业务规模的扩张，对经销商的管理难度也将加大。若个别经销商未按照合作协议的约定进行产品的销售和服务，对于公司经营产生不利影响。2024 年公司经销商渠道营收占比 57.44%，若后续

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

下滑 5%、下滑 10%，对于整体营收影响为下滑 2.8%、下滑 5.7%。

2) 线上销售模式不达预期的风险：公司的线上销售主要通过天猫、京东等第三方电商平台和线上自营的云商平台实现。2024 年公司电商和云商模式合计收入 60,641.2 万元，占主营业务收入比例 21.65%，如果电商平台对平台卖家的店铺注册管理政策、销售政策、结算政策、平台费用率等发生重大不利变化，而公司不能及时应对相关变化并采取有效的调整措施，亦会对公司收入及盈利水平产生负面影响。若后续线上模式下滑 5%、下滑 10%，对于整体营收影响为下滑 1%、下滑 2%。

3) 房地产市场波动风险：公司主要从事家居五金及户外家具等产品的研发、设计、生产和销售，主要产品的消费市场与房地产市场的变化存在一定的相关性。近年来，国内房地产开发企业住宅新开工房屋面积和商品房住宅销售面积有所下降，目前相关政府部门出台了房地产支持政策，但政策落地并带动房地产市场回暖仍需一定时间。若未来房地产调控政策导致房地产市场景气度下降，公司所处行业仍将受到一定的影响。

分析师介绍

叶乐

中信建投证券纺服轻工及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024 年“金牛奖”纺服行业最佳分析师，2023 年“新浪金麒麟”菁英分析师纺服第 4、家居第 5，2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

黄杨璐

纺服轻工&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，2021 年加入中信建投证券研究发展部，专注于黄金珠宝、医美个护、教育人力、运动服饰、家居等消费服务产业研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇
处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk