

轻工制造

2025年12月31日

悍高集团

(001221)

——降本与品牌力打造“高端性价比”，护航高增长

报告原因：首次覆盖

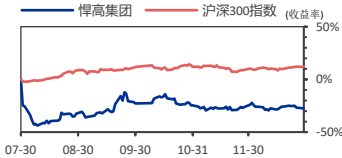
增持（首次评级）

市场数据：	2025年12月30日
收盘价（元）	57.49
一年内最高/最低（元）	120.00/44.90
市净率	8.4
股息率%（分红/股价）	0.63
流通A股市值（百万元）	2,008
上证指数/深证成指	3,965.12/13,604.07

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2025年09月30日
每股净资产（元）	6.85
资产负债率%	35.65
总股本/流通A股（百万）	400/35
流通B股/H股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

- 证券分析师

任杰 A0230522070003

renjie@swsresearch.com

宋涛 A0230516070001

songtao@swsresearch.com

屠亦婷 A0230512080003

tuyt@swsresearch.com

黄莎 A0230522010002

huangsha@swsresearch.com

郝子禹 A0230524060003

haozy2@swsresearch.com

研究支持

郝子禹 A0230524060003

haozy2@swsresearch.com

联系人

郝子禹 A0230524060003

haozy2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **理解公司的高速增长至关重要。**悍高集团凭借亮眼业绩，在上市之初便吸引了资本市场广泛关注，但市场对悍高集团的增长仍有疑虑。本文以拆解为起点，从多个角度解释悍高集团增长的来源、增长的持续性、以及如何理解悍高集团的定价和估值。**地产负贝塔背景下，悍高集团的高增长极为稀缺。**2019年以来公司实现持续增长，2019-2024年营收CAGR达到29%，归母净利润的CAGR达到59%。在近年地产下行背景下，悍高集团的高速增长极为稀缺。拆解公司的增长来源，是理解公司价值、理解逆势增长的第一步。
- **公司增长可从三个角度理解。产品角度，降本与爆品策略是核心。**公司主要依靠基础五金自有产能增加实现降本，由降本带动扩张，同时依靠原创设计带动收纳五金和户外家具的快速增长；公司标准件占比高，公司主打的“悍牛”、“悍玛”、“悍龙”等产品广受市场认可，快速实现销售扩张，标准件占比高也利于公司进一步降本。**渠道角度，单商销售额快速增长是核心驱动。**公司主要由线下经销快速扩张，近年公司完成了经销商数量驱动到经销商质量增强转变，同时线上销售、云商模式等也实现了较好的增长。**市场角度，“高端性价比”战略同时抢占外资与白牌的市场份额。**公司立足高端性价比，比外资性价比突出，比白牌设计和质量更强，同时抢占两块市场份额。另外，公司拥有高端的品牌形象，多年以来持续多次获得红点奖、iF奖等具备全球影响力的设计奖项，这也增强了公司在五金领域的独特竞争力。
- **我们认为公司的增长具备持续性。产品角度，**公司上市后产能投放提速，自产比例有望进一步上升，规模提升也有望带来采购优势，公司精益生产、标准件比例高，有望进一步实现降本。**渠道角度，**公司的经销商数量和质量均显著领先同业，未来有望保持高质量的同时进一步扩展经销商数量，实现扩张乘数效应。**市场角度，**持续的营销投入以及奖项积累，使得公司的品牌力逐步增强，基础五金及收纳五金市场空间大，增长空间广阔。公司的不同产品板块间也有良性循环，基础五金价值量较低，消费者品牌感知相对弱，公司主打性价比，依靠降本带动爆款快速放量，为收纳五金提供营销与渠道支撑。收纳五金高举高打，树立品牌认知，反哺基础五金动销，形成正向协同。
- **投资分析意见：**我们预计公司2025-2027年分别实现营收35.95、45.25、56.53亿元，归母净利润7.06、9.42、12.37亿元，对应PE 33、24、19倍，以当前股价，公司2026年估值低于可比公司平均值。首次覆盖，我们给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**降本幅度低于预期的风险、行业竞争加剧的风险、产品质量风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2,857	2,497	3,595	4,525	5,653
同比增长率 (%)	28.6	24.3	25.8	25.9	24.9
归母净利润(百万元)	531	483	706	942	1,237
同比增长率 (%)	59.7	38.1	32.8	33.5	31.3
每股收益 (元/股)	1.48	1.31	1.76	2.35	3.09
毛利率 (%)	35.8	37.8	37.8	38.8	39.7
ROE (%)	30.4	17.6	25.2	26.7	27.6
市盈率	43		33	24	19

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年分别实现营收 35.95、45.25、56.53 亿元，归母净利润 7.06、9.42、12.37 亿元，对应 PE 33、24、19 倍，以当前股价，公司 2026 年估值低于可比公司平均值。首次覆盖，我们给予公司“**增持**”评级。

### 关键假设点

我们以公司自有产能持续增长、OEM 产能占比下降、成本逐步下降、毛利率稳中有升的总体假设对公司进行盈利预测。我们预计公司基础五金维持高速增长，收纳五金与厨卫五金维持较高平稳增长，户外家具保持平稳增长。

### 有别于大众的认识

悍高集团凭借亮眼业绩，在上市之初便吸引了资本市场广泛关注，但市场对悍高集团的增长仍有疑虑。本文以拆解为起点，从多个角度解释悍高集团增长的来源，展望增长的持续性。

**公司增长可从三个角度理解。产品角度，降本与爆品策略是核心。**公司主要依靠基础五金自有产能增加实现降本，由降本带动扩张，同时依靠原创设计带动收纳五金和户外家具的快速增长；公司标准件占比高，公司主打的“悍牛”、“悍玛”、“悍龙”等产品广受市场认可，快速实现销售扩张，标准件占比高也利于公司进一步降本。**渠道角度，单商销售额快速增长是核心驱动。**公司主要由线下经销快速扩张，近年公司完成了经销商数量驱动到经销商质量增强的转变，同时线上销售、云商模式等也实现了较好的增长。**市场角度，“高端性价比”战略同时抢占外资与白牌的市场份额。**公司立足高端性价比，比外资性价比突出，比白牌设计和质量更强，同时抢占两块市场份额。另外，公司拥有高端的品牌形象，多年以来持续多次获得红点奖、iF 奖等具备全球影响力的设计奖项，这也增强了公司在五金领域的独特竞争力。

**我们认为公司的增长具备持续性。产品角度，**自产比例仍有提升空间，规模提升有望带来采购优势。**渠道角度，**经销商数量和质量均显著领先可比公司，未来有望保持高质量的同时进一步扩展经销商数量，实现扩张乘数效应。**市场角度，**品牌力仍在持续增强，持续的营销投入以及奖项积累，奠定高端品牌形象；基础五金及收纳五金市场空间大，增长空间广阔。**公司不同产品板块间也有良性循环，**基础五金价值量较低，消费者品牌感知相对弱，公司主打性价比，依靠降本带动爆款快速放量，为收纳五金提供营销与渠道支撑。收纳五金高举高打，树立品牌认知，反哺基础五金动销，形成正向协同。

### 股价表现的催化剂

新增产能顺利投产，成本持续下降，公司业绩持续释放。

### 核心假设风险

降本幅度低于预期的风险、行业竞争加剧的风险、产品质量风险。

## 目录

<b>1. 悍高集团：家居五金新贵，逆周期高速增长</b> .....	<b>6</b>
1.1 20 年五金产品积累，加速多元化创新转型 .....	6
1.2 逆周期高速增长，利润率持续上升 .....	10
<b>2. 拆解：悍高集团高速增长的三重来源</b> .....	<b>12</b>
2.1 产品：基础五金贡献主要增长，降本与爆品是核心动力 .....	12
2.2 渠道：线下经销高速增长，单商收入大幅扩张 .....	16
2.3 市场：立足高端性价比，上抢外资，下抢白牌 .....	18
<b>3. 展望：增长仍可持续，空间依然较大</b> .....	<b>22</b>
3.1 成本打造核心竞争力，产能扩张带来降本增量 .....	22
3.2 渠道扩张增量仍然广阔 .....	23
3.3 原创设计帮助公司品牌突围 .....	24
<b>4. 盈利预测和估值</b> .....	<b>26</b>
4.1 盈利预测 .....	26
4.2 可比公司估值 .....	28
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>29</b>

## 图表目录

图 1: 悍高集团深耕五金行业 20 余年, 迈入多元化创新阶段.....	6
图 2: 公司股权结构较为集中, 治理稳定 (截至 2025 年三季报) .....	7
图 3: 收纳五金产品覆盖广泛, 满足客户多元化需求 .....	8
图 4: 厨卫五金智能化发展, 创新力度较强 .....	8
图 5: 基础五金应用场景广阔, 产品竞争力不断增强 .....	9
图 6: 公司营业收入稳定增长 (亿元) .....	10
图 7: 公司归母净利润保持较高增速 (亿元) .....	10
图 8: 基础五金业务对公司总营收贡献不断上升 .....	10
图 9: 基础五金超越收纳五金占据毛利率高位.....	10
图 10: 盈利能力呈持续上升趋势 (%) .....	11
图 11: 公司注重科研能力建设, 研发费用总额不断上升 (百万元) .....	11
图 12: 基础五金是营收增长的核心 (万元) .....	12
图 13: 基础五金销量快速提升, CAGR64.0% (万件) .....	12
图 14: 基础五金均价下降 (元/件) .....	13
图 15: 2021 年后基础五金毛利率连续快速上升 .....	13
图 16: 基础五金单位成本快速下降 (元/件) .....	13
图 17: 基础五金的单位毛利上升后保持平稳 (元/件) .....	13
图 18: 基础五金自产比例快速上升 (%) .....	14
图 19: 基础五金自有产能快速上升 (万件) .....	14
图 20: 基础五金增长有一定普遍性 (亿元) .....	18
图 21: 收纳五金增长具备一定普遍性 (亿元) .....	18
图 22: 公司高端的品牌与产品形象深入人心 .....	20
图 23: 多次斩获德国大奖, 展现公司产品硬实力 .....	20
图 24: 公司近年销售费用不断增加, 赋能总营收提升 (百万元).....	21
图 25: 公司的自产率仍有提升空间 (2024 年) .....	22
图 26: OEM 采购占比下降, 但绝对值上升 (亿元) .....	22
图 27: 独角兽项目有望帮助公司进一步实现扩产降本 (效果图) .....	23
图 28: 公司的三大产品板块具备良性循环效应.....	24

表 1: 主要产品种类齐全, 涵盖多种应用场景.....	7
表 2: 悍高集团三大生产基地, 未来将进一步贡献增量.....	14
表 3: 公司通过多种措施实现降本, 提升生产效率.....	14
表 4: 单个生产人员对应自产的基础五金产量显著提升.....	15
表 5: 线下经销是公司渠道端高速增长的核心原因.....	16
表 6: 2022 年后, 公司由经销商数量增长驱动, 转变为单商销售额增长驱动.....	17
表 7: 云商模式弥补线下经销的区域, 为经销商减负.....	17
表 8: 国产头部品牌处于品牌定位的居中位置, 凭借“高端性价比”实现份额提升.....	18
表 9: 主要基础五金、收纳五金品牌企业情况.....	19
表 10: 通过线上门店粉丝数, 可以看出五金品牌具备认可度 (万人).....	19
表 11: 公司主要原材料采购量快速增长, 采购均价下降.....	22
表 12: 公司单经销商收入远高于同行业.....	23
表 13: 仅 2025 年, 公司已累积获得 2 项红点奖, 5 项 iF 奖.....	24
表 14: 公司分产品营收与毛利率预测.....	27
表 15: 可比公司 PE 估值.....	28

# 1. 悍高集团：家居五金新贵，逆周期高速增长

## 1.1 20 年五金产品积累，加速多元化创新转型

**家居五金研发与制造领先的头部企业。**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。经过多年发展，公司拥有现代智能化制造工厂，构建了多元化并面向全球的营销渠道，成为本土业内拥有自主品牌、产品款式规格齐全、具备快速响应及交付能力的企业之一。公司具备完整的研发体系，截至 2025 年中报，公司及子公司拥有各项专利数量 1193 项，其中发明专利 18 项，实用新型 252 项。

**图 1：悍高集团深耕五金行业 20 余年，迈入多元化创新阶段**

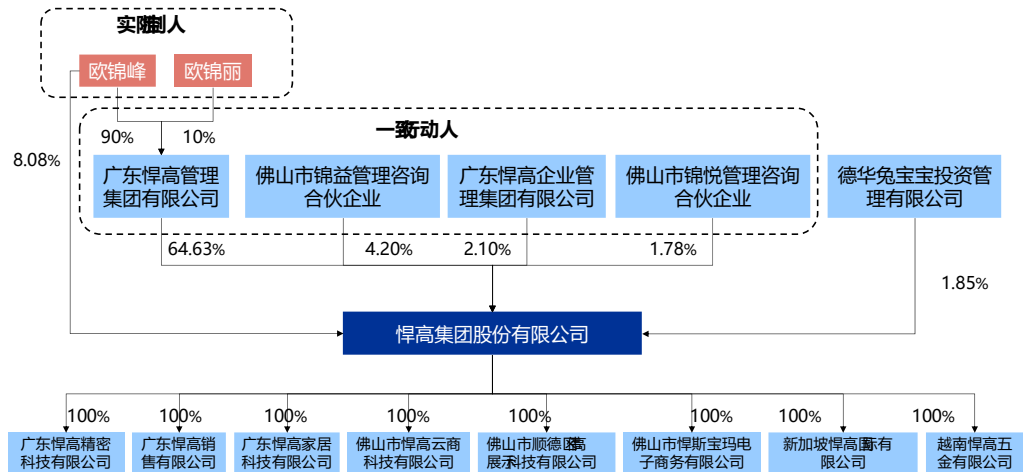


资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

**公司股权结构高度集中，治理体系稳固。**截至 2025 年三季报，广东悍高管理集团有限公司直接持有 64.63% 股权，为控股股东。欧锦峰和欧锦丽兄妹二人为公司实际控制人，二人共计通过持有广东悍高管理集团 100% 的股权，间接持有公司 64.63% 的股份；欧锦峰个人直接持有公司 8.08% 的股份。广东悍高管理集团有限公司、佛山市锦益管理咨询合伙企业、广东悍高企业管理有限公司和佛山市锦悦管理咨询合伙企业为公司一致行动人，共计持有公司 80.79% 的股份。值得一提的是，德华兔宝宝投资管理有限公司（兔宝宝 002043.SZ 的全资子公司）持有公司股份 1.85%。

公司下设广东悍高精密科技、悍高销售、悍高家居科技、悍斯宝玛电子商务、新加坡悍高、越南悍高等多家全资子公司，覆盖精密制造、销售渠道、家居科技等业务模块，可有效支撑核心主业家居五金的全链条布局，强化业务协同与产业链资源整合能力。

图 2：公司股权结构较为集中，治理稳定（截至 2025 年三季度报）



资料来源：万得，公司公告，申万宏源研究

**公司主要产品包括：收纳五金、基础五金、厨卫五金、户外家具。**公司核心产品聚焦家居五金与户外家具两大领域，家居五金涵盖基础五金、收纳五金、厨卫五金等细分品类，户外家具包含可移动、固定及可携带式等类型，覆盖橱柜、衣柜、户外庭院等多生活场景。公司全资子公司布局完善，广东悍高家居科技聚焦五金产品生产销售，悍高云商科技通过自建平台助力市场下沉，同时，公司在越南、新加坡设立子公司，布局海外市场，形成“生产制造 + 销售渠道 + 境内外布局”的一体化格局，为客户提供一站式全屋高端五金解决方案。

表 1：主要产品种类齐全，涵盖多种应用场景

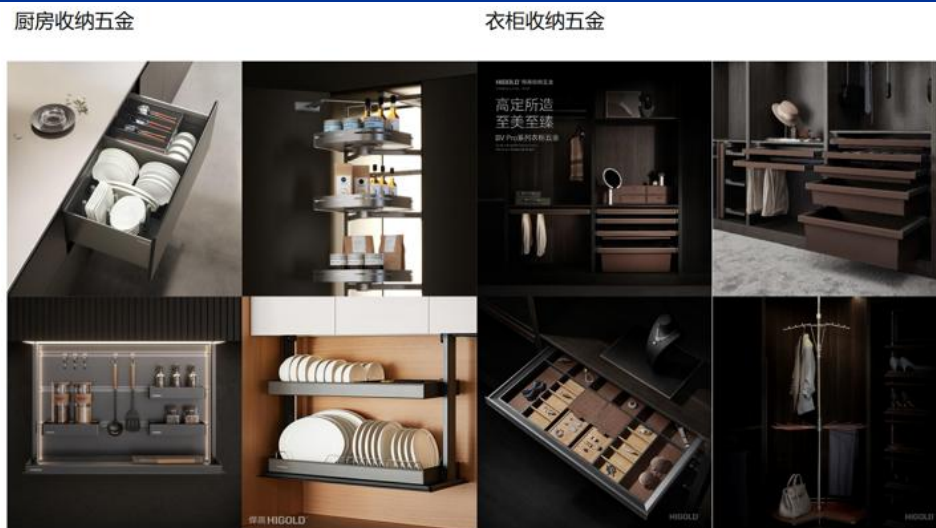
主营业务	产品分类	主要内容	功能/特点
家居五金	收纳五金 (30.00%)	包括拉篮、抽屉、挂衣架、裤架、置物架、杯架等具备收纳功能的五金制品	具备分类和储存功能，有效利用拐角空间和高层空间
	基础五金 (42.84%)	包括铰链、拉手、滑轨、骑马抽、吊码、阻尼等	起到支撑、连接、固定等功能
	厨卫五金 (12.65%)	包括水槽、厨房龙头、下水器、沥水篮、浴室架、角阀等	兼具烹饪、洗涤、储藏等多项功能
户外家具 (9.18%)	可移动式户外家具	餐桌、餐椅、沙发、太阳伞等	根据需要可任意移动，具备防晒、防潮、防蛀、防雨等性能
	固定式户外家具	桌椅、秋千等	木材、钢木或全金属是主要的材料，牢固性和稳定性
	可携带式户外家具	主要为采用轻质材料制成的椅桌类家具	一般采用可折叠的结构形式，以达到携带轻巧，节省空间的目的

资料来源：万得，公司中报，申万宏源研究

注：表内数据为 2024 年该业务占公司总营收比重

**收纳五金为公司核心优势产品，市场地位领先且增长稳健。**公司收纳五金涵盖拉篮、抽屉等多品类，可满足厨房客厅等多场景收纳需求，兼具空间利用率与实用性。凭借原创设计、优质材质及严苛品控，产品获市场高度认可，2022 年国内销售额位列同类企业第一。通过“线下经销 + 线上电商 + 云商+线下直销+出口”全渠道布局。受益于消费升级与存量翻新需求释放，叠加智能化、系统化产品升级，业务发展潜力十足。

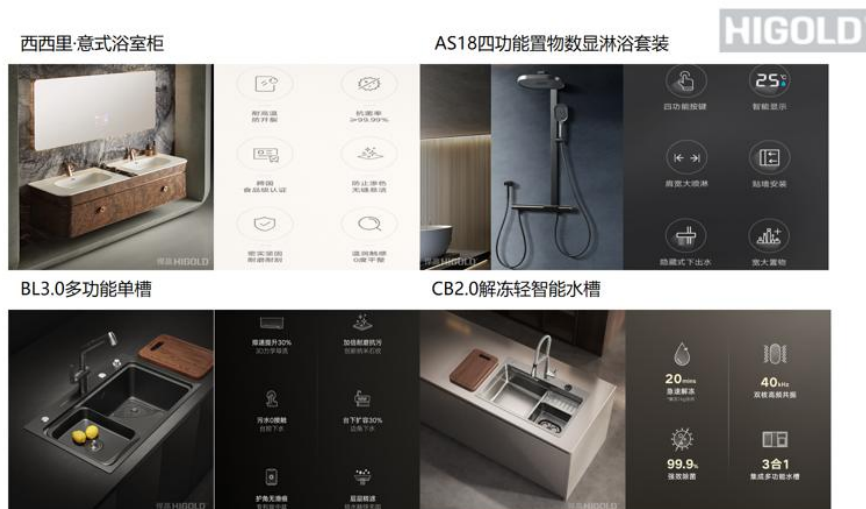
**图 3：收纳五金产品覆盖广泛，满足客户多元化需求**



资料来源：公司官网，申万宏源研究

**厨卫五金为公司重要增长型产品，契合消费升级趋势。**产品涵盖水槽龙头、浴室柜、花洒等核心品类，以不锈钢、铝等为主要原材料，适配厨房烹饪清洗、浴室淋浴等多场景需求，兼具实用性与耐用性。依托原创设计与严苛品控，产品品质获市场认可。通过全渠道布局拓展境内外市场，叠加智能化升级与存量翻新需求释放，业务发展空间广阔。

**图 4：厨卫五金智能化发展，创新力度较强**



资料来源：公司官网，申万宏源研究

**基础五金是公司核心支柱产品，竞争力稳固且增长潜力充足。**产品涵盖铰链、导轨、骑马抽等关键品类，承担连接、承重、滑动等核心功能，广泛适配橱柜、衣柜等家居场景，凭借高耐用性、低摩擦等优势获得市场认可。依托数智生产基地实现全流程自动化生产，叠加严苛品控体系，产品品质与交付效率行业领先。公司通过全渠道布局拓展境内外市场，契合家居智能化、存量翻新等行业趋势，业务发展韧性强劲。

**图 5：基础五金应用场景广阔，产品竞争力不断增强**

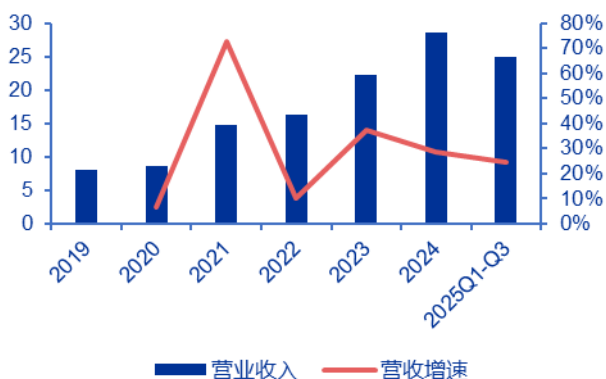


资料来源：公司官网，申万宏源研究

## 1.2 逆周期高速增长，利润率持续上升

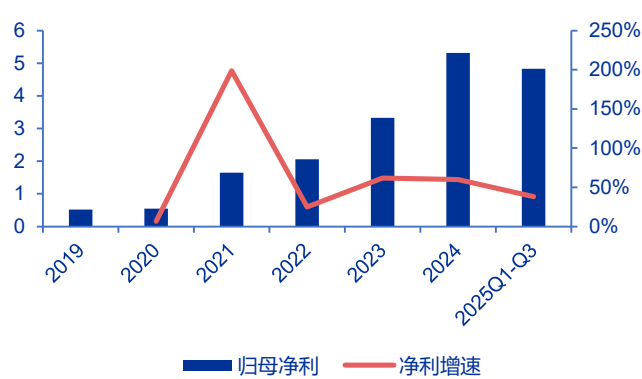
**公司经营呈高速增长态势。**2019-2024 年，公司营收从 8.02 亿元攀升至 28.57 亿元，CAGR 达 29%；同期归母净利润从 0.52 亿元增长至 5.31 亿元，CAGR 高达 59%，增长动能强劲。2025 年前三季度，营收达 24.97 亿元，同比增长 24.26%；归母净利润 4.83 亿元，同比增长 38.07%，延续了高增长节奏。

图 6：公司营业收入稳定增长（亿元）



资料来源：万得，申万宏源研究

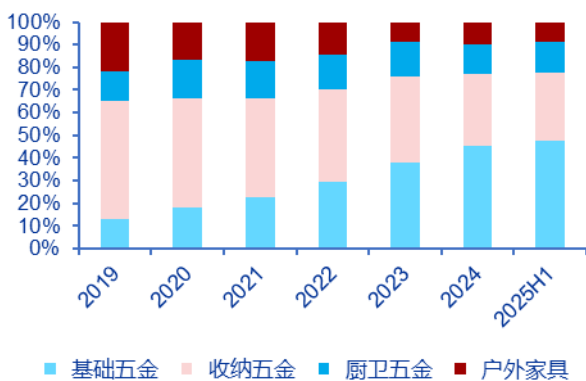
图 7：公司归母净利润保持较高增速（亿元）



资料来源：万得，申万宏源研究

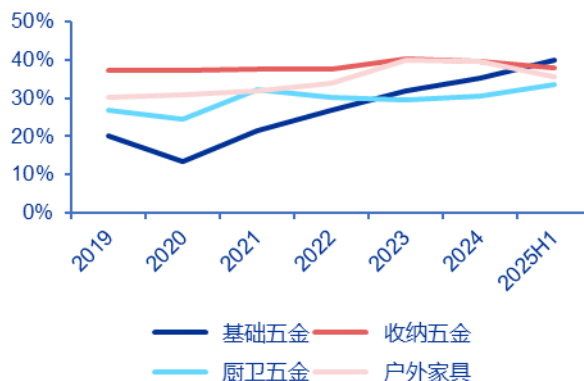
**公司各主营业务营收与盈利双优，结构协同性增强。**2019-2024 年，公司基础五金长期为营收主力，增长最快，在 2024 年实现营收 7.83 亿元。2025 年上半年，基础五金、收纳五金、厨卫五金、户外家具收入分别为 6.52 亿元/4.16 亿元/1.86 亿元/1.24 亿元，覆盖家居场景核心需求。毛利率方面，各业务均呈上行趋势：基础五金毛利率从 20.06% 升至 40.13%，户外家具从 30.05% 升至 35.62%，收纳五金始终维持 37% 以上的高毛利率。整体来看，核心业务营收扩张与盈利提升同步推进，高毛利业务支撑利润增长，结构布局更趋健康。

图 8：基础五金业务对公司总营收贡献不断上升



资料来源：万得，申万宏源研究

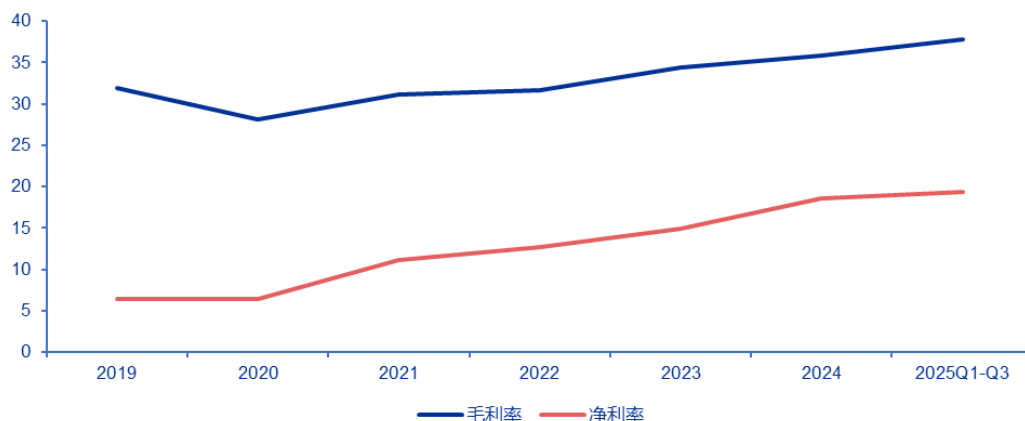
图 9：基础五金超越收纳五金占据毛利率高位



资料来源：万得，申万宏源研究

**公司盈利能力呈持续上升趋势。**2019-2025Q1-Q3 期间，公司毛利率从 32% 稳步提升至 38%，净利率从 6.4% 增长至 19.4%，两项指标均保持长期向上的走势。期间虽 2020 年毛利率略有回落至 28%，但后续快速修复并持续攀升，净利率则从 2021 年起进入加速增长通道。整体来看，公司盈利能力不断优化，成本控制与产品溢价能力持续增强，盈利能力的提升趋势明确且稳健。

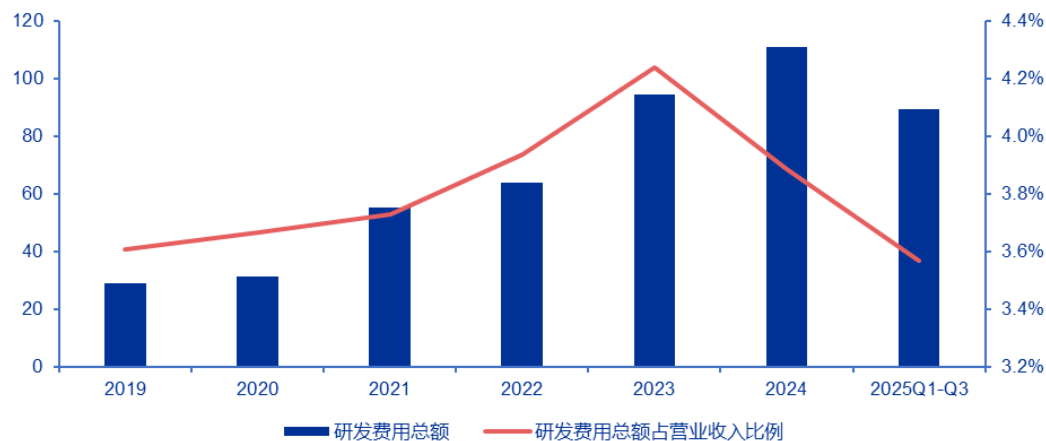
图 10：盈利能力呈持续上升趋势 (%)



资料来源：万得，申万宏源研究

**研发费用逐年增加，科研效率持续优化。**2019-2024 年，公司研发费用总额从 0.29 亿元增长至 1.11 亿元，呈逐年上升趋势；2025 年前三季度研发费用已达 0.89 亿元，接近 2023 年全年水平。同期研发费用占营收比例虽略有波动，但整体维持在 3.5% 以上的稳定区间，体现出“规模扩张 + 比例可控”的投入节奏。这一趋势既保障了技术研发的资源支撑，也兼顾了经营效率，为产品创新与竞争力提升提供了持续动力。

图 11：公司注重科研能力建设，研发费用总额不断上升 (百万元)



资料来源：万得，申万宏源研究

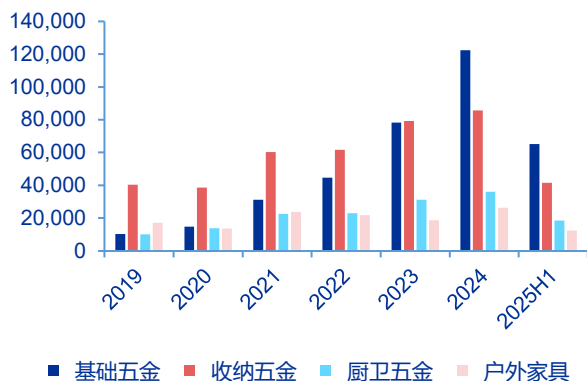
## 2. 拆解：悍高集团高速增长的重三重来源

**地产负贝塔背景下，悍高集团的高增长极为稀缺。**2019 年以来公司实现持续增长，2019-2024 年营收 CAGR 达到 29%，归母净利的 CAGR 达到 59%。在近年地产下行背景下，悍高集团的高增长极为稀缺。拆解公司的增长来源，是理解公司价值、理解逆势增长的第一步。我们研究发现，公司增长可从三个角度理解。**产品角度**，公司主要依靠基础五金自有产能增加实现降本，由降本带动扩张，同时依靠原创设计带动收纳五金和户外家具的快速增长；**渠道角度**，公司主要由线下经销快速扩张，近年公司完成了经销商数量驱动到经销商质量增强的转变，同时线上销售、云商模式等也实现了较好的增长；**市场角度**，公司立足高端性价比，比外资性价比突出，比白牌设计和质量更强，同时抢占两块市场份额。

### 2.1 产品：基础五金贡献主要增长，降本与爆品是核心动力

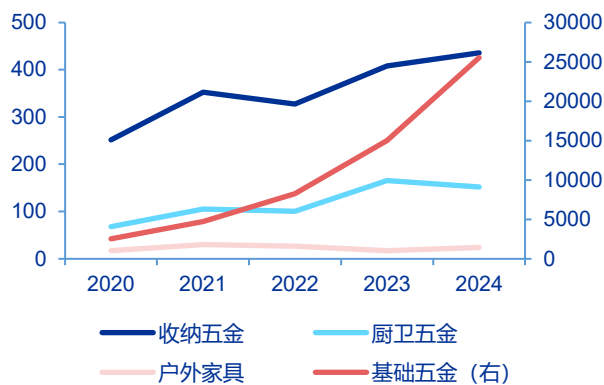
**产品维度基础五金高速增长，厨卫、收纳五金均有较高复合增速。**产品维度，公司的基础五金、收纳五金、厨卫五金、户外家具四类核心产品，2019 年-2024 年的营收复合增速分别为 64.0%、16.2%、29.1%、8.8%，其中基础五金增长最为显著，是公司近年收入增长的核心拉动，厨卫五金、收纳五金也有相当可观的增长速度。

图 12：基础五金是营收增长的核心（万元）



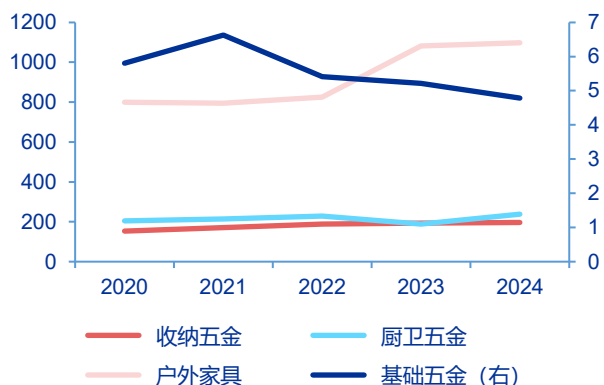
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 13：基础五金销量快速提升，CAGR64.0%（万件）

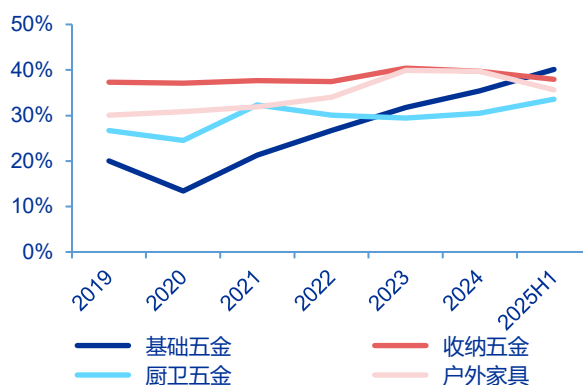


资料来源：公司公告，申万宏源研究

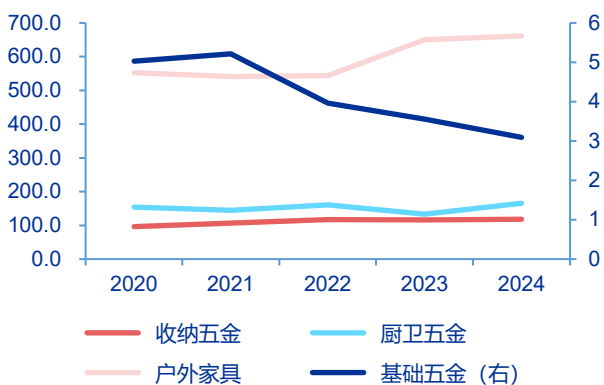
**降本是基础五金增长的核心动力。**进一步拆分，基础五金是量增价减，毛利率持续提升。基础五金的销量由 2020 年 2540.4 万件增加至 2024 年 25555.8 万件，增长超 9 倍，4 年复合增速 78.1%；而销售均价由 2020 年 5.8 元/件下降至 2024 年 4.8 元/件，均价累计下降 1 元/件。在量增价减的背景下，而基础五金的毛利率从 2020 年 13.4% 快速增加到 2025 年中报的 40.1%，毛利率合计提升 22.0pct。对应单位毛利从 2020 年 0.8 元/个增加至 2024 年 1.7 元/个；单位成本则由 2020 年 5.0 元/个，下降至 2024 年 3.1 元/个。降本是公司基础五金增长的核心动力。

**图 14: 基础五金均价下降 (元/件)**


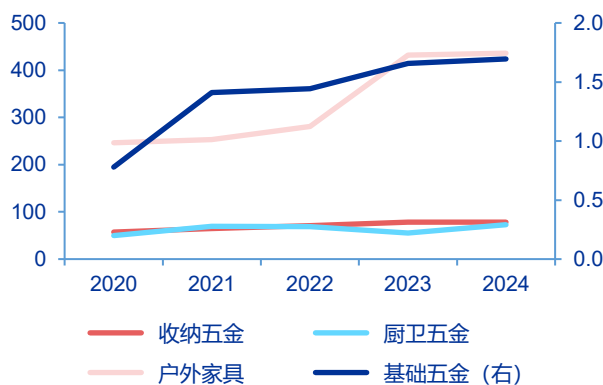
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**图 15: 2021 年后基础五金毛利率连续快速上升**


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

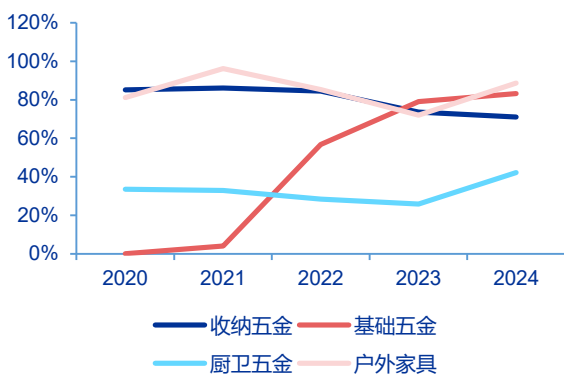
**图 16: 基础五金单位成本快速下降 (元/件)**


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

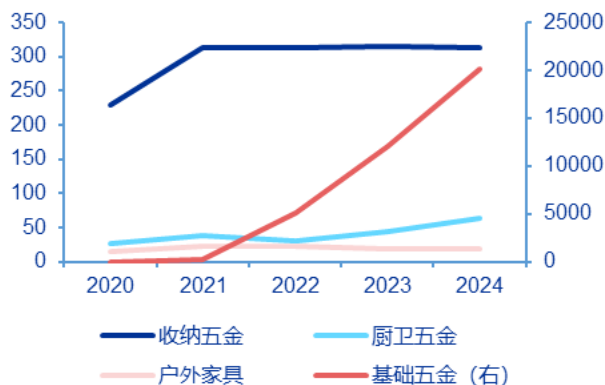
**图 17: 基础五金的单位毛利上升后保持平稳 (元/件)**


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**自有产能大幅提升, 推动公司完成基础五金降本。** 此前公司产能受限、在自身掌握核心技术、图纸和产品开发的基础上, 大量采用 OEM 模式生产基础五金。2022 年以来, 公司自有产能快速增加, 基础五金的自产率快速提升, 基础五金成本快速下降。根据公司官网, 2025 年 11 月公司独角兽基地正式奠基, 投资规模超 10 亿元, 建筑面积超 25 万平, 将专注于基础五金及精密核心件的制造; 项目满产后, 悍高五金铰链、导轨年产量将突破 8 亿支。伴随公司完成 IPO 上市, 扩产、降本能力进一步增强, 独角兽基地等项目有望进一步帮助公司降本。

**图 18: 基础五金自产比例快速上升 (%)**


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**图 19: 基础五金自有产能快速上升 (万件)**


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**表 2: 悍高集团三大生产基地, 未来将进一步贡献增量**

基地名称	产品品类/定位	占地面积	投资	投产/进度时间	预计产值/产量
总部	聚焦家居五金核心产品, 核心为铰链工厂	15 万 m <sup>2</sup>		2021 年平顶较早投用; 2024 年全面落成	达产后产值达 15 亿元
角大楼	铰链等基础五金全链条, 兼冲压—热处理—外协电镀—回厂组装—测试; 专注柜类照明与精密五金件的智能化生产; “黑灯工厂”	20 万 m <sup>2</sup>	5 亿元	2024 年 10 月铰链工厂正式投产; 一期 4 栋厂房 2021 年底陆续投用, 至 2024 年产值超 10 亿元; 完 2025 年 7 月已投用 3 栋, 剩余 1 栋 2025 全达产后年产值 > 12 亿元 年底前投用	
独角兽	基础五金及精密核心件, 一体化工厂, 主要生产铰链、导轨等	超 25 万 m <sup>2</sup>	10 亿元	预计 2027 年投产	届时公司总产值超 60 亿

资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

**硬件占比高, 精益生产进一步降本**。公司通过全面生产规划以及高性能自动化设备大大提高生产效率; 通过提高标准件占比、生产不同产品无需频繁切换产线; 通过引进经验丰富的员工提高生产管理能力和; 通过高效的信息化系统, 实现研发设计、生产制造、营销及服务的全流程管控, 充分进行设备、物料、人力等的调拨与追踪, 合理规划产能的利用。标准件占比高也反映了公司的爆品策略依靠标准爆品, 既大幅降低了公司生产成本, 也带来了持续稳定的订单。

**表 3: 公司通过多种措施实现降本, 提升生产效率**

具体措施	描述
全面的生产规划方案, 高性能的自动化设备	对自动化组装设备、自动化检测设备以及自动化包装设备的功能进行研发, 并对相关生产设备运作的厂房建设进行全方位规划。 业内率先实现铰链产品从冲压、组装、检测、包装的全链条自动化生产, 显著降低了人工成本。
成熟的生产工艺	<b>公司硬件占比超过 70%</b> 。通过自动化设备实现连续模加工和自动冲孔攻牙, 以保证公司在生产不同品类的产品时 <b>无需频繁切换产线</b> 。2024 年度公司实行了 69 个效率提升方案和 66 个品质提升方案。
专业的生产管理人员	公司从富士康、海蒂诗、美的等知名企业引进了具有丰富生产管理经验的员工, 进而提升公司在 IPD 研发、模具开发、工艺成型设计、规模化生产管理等方面的能力。
高效的信息化系统	将 ERP、MES、WMS、QMS、OA 等信息系统打通, 实现研发设计、生产制造、营销及服务的全流程管控, 充分进行设备、物料、人力等的调拨与追踪, 合理规划产能的利用。

资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

**表 4: 单个生产人员对应自产的基础五金产量显著提升**

生产人员对应产量 (件/人)	2022 年	2023 年	2024 年
基础五金	33,145	63,004	110,766
收纳五金	1,921	1,556	1,625
厨卫五金	192	219	337
户外家具	132	71	90

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**爆品策略是高增长的另一重要原因。**近年公司基础五金主打爆品策略 “悍牛” N 系列、“悍玛” M 系列、“悍龙” L 系列、“悍高” G 系列。借助不断降本提高性价比, 公司的主打产品实现快速增长。爆品策略降低了消费者认知门槛, 降低了公司生产 SKU 数量, 提高了公司产能运转效率, 进一步帮助降本, 实现良性循环。

## 2.2 渠道：线下经销高速增长，单商收入大幅扩张

**线下经销是增长的核心来源。**公司销售模式主要分为国内的线下经销、线下直销、电商模式、云商模式；以及出海的经销、出直销、出贸易。从绝对值和复合增速来看，**线下经销是近年公司高速增长的核心来源，线下直销、电商模式、云商也都有非常可观的增速。境内线下经销是公司的主要销售渠道，2024年占公司营收比重57%。**

表 5：线下经销是公司渠道端高速增长的核心原因

收入：亿元	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2024年占比 (%)	2019-2024CAGR
线下经销	4.0	3.6	6.2	8.0	12.7	16.1	57%	32%
线下直销	0.9	0.9	1.5	1.6	2.1	2.3	8%	21%
电商模式	0.9	1.1	1.8	1.8	2.5	3.1	11%	28%
云商模式	0.0	0.5	1.3	1.6	1.8	2.9	11%	191%
出经销	0.8	0.9	1.4	1.4	1.3	1.8	7%	19%
出直销	0.9	0.7	1.5	1.1	0.9	1.3	4%	6%
出贸易	0.5	0.6	0.8	0.5	0.5	0.4	2%	-2%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**境内线下经销是公司的主要销售渠道。**公司充分利用研发设计、生产管理、质量控制等方面的优势，生产品质优异、品类多样、外观精美的产品，并与全国各地的五金、建材等家居用品商贸公司开展经销合作，将悍高产品销往各地的橱衣柜门店、家具加工厂和五金批发部并最终触达消费者。

**2019-2021 年增长主要来自经销商数量增长。**2019年初-2021年底，公司经销商数量从167个增加到296个，净增加131个，增长较快；单商销售额则从2019年226万增加到238万，仅增加12万。这一阶段公司增长主要依靠经销商数量的增加，线下经销收入累积增加了58%。

**2022-2024 年单商收入大幅增长。**2021年之后，公司继续维持较高增长，但增长逻辑从经销商数量增加转变为单商收入增长。2021-2024年公司经销商数量由296个增加至359个，净增加63个，增幅21%；而单个经销商销售额由238万增加至460万，累积增长93%，远高于经销商数量的增长。这一阶段公司经销商销售收入由6.2亿元增加至16.1亿元，增幅158%。截至2025年中报，公司经销商数量增加至381个。

**表 6：2022 年后，公司由经销商数量增长驱动，转变为单商销售额增长驱动**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2019-2021	2021-2024
期初经销商数量 (个)	167	183	227	296	327	341		
当年新增经销商数量 (个)	51	73	93	80	66	89		
当年退出经销商数量 (个)	35	29	24	49	52	71		
期末经销商数量 (个)	183	227	296	327	341	359	62%	21%
单个经销商平均销售额 (万元)	226	175	238	256	381	460	5%	93%
经销商销售收入 (万元)	39,550	35,780	62,291	79,608	127,220	160,913	58%	158%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**经销商管理逐步严格，成熟经销商快速扩张。**公司在 2019-2021 年稳固积累了经销商基本盘；随后显著放缓了经销商的净增速，逐年增加了退出经销商数量，提高经销商质量。公司增长由渠道扩张驱动转化为单商收入的扩张。资金投入背景下，实现渠道扩张较为普遍；而单商收入的快速增长，则更考验公司的产品力和品牌力。

**严格经销商考核，驱动经销商高周转。**公司近年加强经销商考核，强化经销商 KPI 考核和返利排名在考核连续不达标的经销商覆盖引入竞合，增加经销商密度，促进经销商高周转、规模化经营，从而推升单商销售额。公司降本带来的竞争优势提升、持续的参展、广告、代言人投入等也增加了单商获取流量的能力。

**云商承接长尾需求，为经销商减负增效。**公司的云商销售模式本质上仍然是线下销售，云商模式的销售覆盖主要针对经销渠道尚未覆盖或低市场渗透率覆盖，客户群体以五金建材商贸公司、橱衣柜门店、家具加工厂和五金批发商为主。云商模式便于众多中小客户频繁下单，很大程度减轻了经销商在中小客户上的运营压力。

**表 7：云商模式弥补线下经销的区域，为经销商减负**

	2020	2021	2022	2023	2024
云商模式收入 (亿元)	0.5	1.3	1.6	1.8	2.9
云商模式单价 (万元)	0.54	1.18	1.4	1.9	5.0
云商模式客户数 (个)	10184	10985	11023	9686	5942
云商模式回购率	69.2%	75.38%	75.50%	70.43%	67.60%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2.3 市场：立足高端性价比，上抢外资，下抢白牌

“**板材决定甲醛，铰链决定寿命**”，同时描述了基础五金的重要性及其应用场景。板材与铰链应用场景有同步性，人造板构成柜体、层板、背板、门板等家具主体结构，消费者最关心其甲醛问题；而五金件如铰链、合页、骑马抽等承担承重功能，承受板材的所有重量以及金属疲劳带来的磨损，消费者最关心其质量。

基础五金与人造板在产业链下游高度重叠，核心都指向家具制造与全屋定制，其总需求规模同向为主、弹性有别。在同向方面，二者共同受定制家居、家具厂采购与后周期装修驱动；在弹性方面，人造板更受供需与价格周期影响、基础五金更受渠道结构与厨替影响。

**外资与白牌此前占据较大市场份额。**五金件本身属于“重要性极强但价值量占比相对较低，且容易被忽视”的品类。五金产品的重要性使得消费者天然愿意购买外资大牌产品；而其相对价值量占比低、容易被忽视，所以白牌也能占据一定市占率。

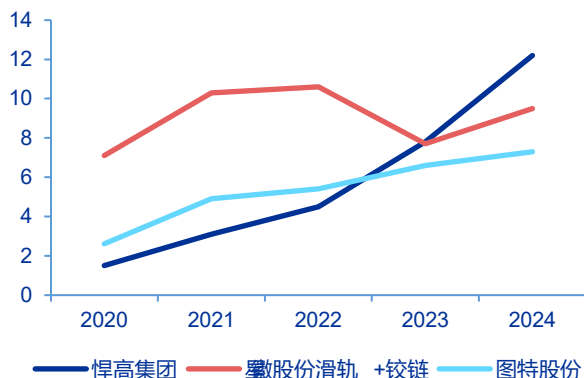
表 8：国产头部品牌处于品牌定位的居中位置，凭借“高端性价比”实现份额提升

代表品牌	主要市场定位与特点
外资高端品牌	百隆(Blum)、海蒂诗(Hettich)、海福乐(Häfele)等 主导高端市场，以优异的产品性能、品牌溢价和设计著称，主要与高端定制家居品牌合作
厨替品牌	悍高集团、东泰集团(DTC)、图特股份等 占据中端及部分高端市场，凭借“高端性价比”，即品质接近外资但价格更具优势快速成长，是厨替的主力
白牌及区域性小品牌	众多中小厂商 主导价格敏感型市场和部分低线市场，竞争核心是价格，但普遍缺乏品牌、设计和可持续性

资料来源：申万宏源研究整理

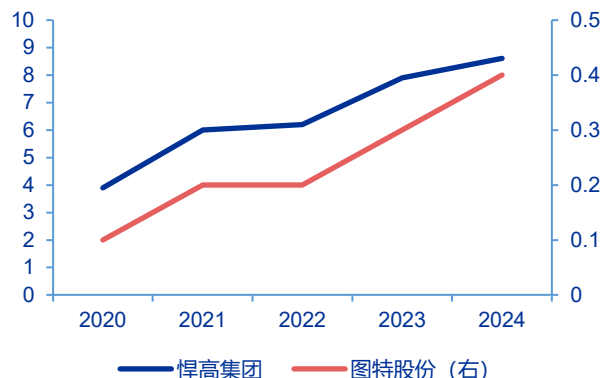
**基础五金的增长有一定普遍性。**我们比较了厨基础五金、厨卫五金、收纳五金的业务收入，我们发现多家厨五金企业收入也能实现一定增长。表 20 产品品牌头部企业在五金领域对外资、白牌的抢占或许并非个例。

图 20：基础五金增长有一定普遍性（亿元）



资料来源：万得，申万宏源研究

图 21：收纳五金增长具备一定普遍性（亿元）



资料来源：万得，申万宏源研究

**表 9：主要基础五金、收纳五金品牌企业情况**

公司简称	属地	成立	进入中国	主要产品	品牌
东泰	广东佛山顺德	2004 年		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	"DTC"
图特	广东佛山顺德	2009 年		铰链、滑轨、移门系统、收纳系统、反弹器等产品	"TUTTI 图特"
蜜	广东佛山顺德	1994 年	2015 上市	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。	"SH-ABC"
诺米	广东佛山南海	2005 年		橱柜收纳五金、水槽龙头衣柜收纳件等产品	"NUOMI"
欧琳	浙江宁波	1995 年		水槽花洒、拉篮、厨卫龙头 洗碗机、油烟机等产品	"OULIN"
汇泰龙	广东佛山南海	1996 年		精品五金和智能门锁	"HUTLON"
威万事	广东广州	2005 年		厨卫五金、衣柜五金、卫浴五金、吧台五金	"威万事" "迪思"、 "屋仔"、"丽新珑"、 "WELLMAX"
Julius Blum GmbH (百隆)	奥地利	1952 年	2002 年	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	"Blum"
Hettich Holding GmbH & Co.oHG (海蒂诗)	德国	1888 年	1999 年	铰链、滑轨、移门和折叠门配件、办公家具五金等	"Hettich"
Kesseböhmer GmbH (凯斯宝玛)	德国	1954 年	2007 年	家居收纳五金	"Kessebohmer"
格拉斯	奥地利	1929 年	2020 年	抽屉滑轨系统、铰链和升降系统等产品	"Grass"

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

**消费者对五金品牌的认知度正逐步提高。**厨五金企业的的增长主要依靠品牌认可度提升以及性价比的增强。与大众的传统印象有所差异，收纳五金、基础五金并不是纯 B 端生意，反而具备强消费属性，对应各品牌的京东门店粉丝数可以对此做一佐证。品牌认知度帮助五金品牌抢占白牌的市场份额。

**表 10：通过线上门店粉丝数，可以看出五金品牌具备认可度（万人）**

公司/品牌	主要产品	京粉丝数	淘宝/天猫粉丝数
悍高集团	基础五金及收纳五金	77.7	69
东泰 DTC	基础五金	12.7	2
诺米	收纳五金	13.3	11
欧琳	厨卫五金	153.3	51
汇泰龙	精品五金	1.5	21
百隆	基础五金	3.8	10.7
海蒂诗	基础五金	2.1	13
凯斯宝玛	收纳五金	7.5	1.1
三棵树	涂料	171.5	97
蒙娜丽莎	瓷砖	9.4	12

资料来源：京东，天猫，申万宏源研究

注：仅统计同一品牌统一平台该品类粉丝数最大的单店，时间截至 --

**悍高集团品牌与产品形象定位清晰，契合中高端家居市场需求。**品牌方面，以“家居五金解决方案商”为核心标签，依托客户合作背书与全品类布局，塑造出专业、可靠的行业形象，在C端市场也通过电商渠道强化“品质家居配件”认知。产品方面，基础五金主打耐用高效、收纳五金突出空间优化、厨卫五金强化场景适配，各品类形象与功能卖点深度绑定，既契合客户的供应链品质需求，也匹配消费者对家居体验升级的诉求，品牌与产品形象协同性强，市场辨识度持续提升。

图 22：公司高端的品牌与产品形象深入人心



资料来源：万得，申万宏源研究

**多次斩获德国红点设计大奖与德国 iF 设计大奖, 彰显产品设计与技术实力的双重领先。**公司成立以来，已获得德国红点设计大奖 13 次，获得德国 iF 设计大奖 17 次。两大奖项作为全球工业设计领域的权威认证，印证了其产品在美学、功能性与创新性上的行业标杆地位。公司基础五金、收纳五金类获奖作品，既实现了空间利用与耐用性的实用突破，也通过极简设计适配了现代家居风格，成为其拓展中高端市场的核心竞争力之一。

图 23：多次斩获德国大奖，展现公司产品硬实力

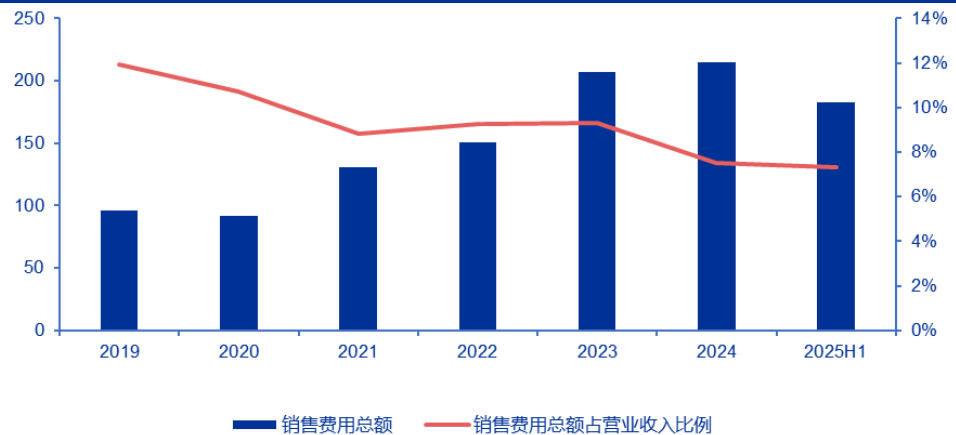


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**签约甄子丹为悍高硬品质代言人, 实现强强联手。**公司通过签约甄子丹强化品牌形象, 精准锚定“专业、可靠、高品质”的认知标签。甄子丹的硬汉形象与基础五金耐用与稳固的产品特质高度契合, 既借助其国民知名度提升品牌在市场的曝光度, 也通过形象关联强化客户对产品品质的信任。此次签约将品牌与“强实力、高品质”的文化绑定, 进一步区分于行业中低端品牌, 助力悍高在中高端家居五金赛道的形象升级, 同时为全品类产品的市场拓展提供了更具辨识度的品牌背书。

**营销宣传投入精准化, 赋能品牌价值提升。**公司销售费用呈稳步增长态势, 一方面, 2019-2024 年间公司的销售费用由的 0.95 亿元增长至 2.15 亿元, 销售费用绝对金额保持较快增长。另一方面, 公司加码线上电商平台运营与线下经销商展会推广, 构建 B 端、C 端协同发力的营销矩阵。费用投放聚焦“品牌溢价 + 渠道渗透”双重目标, 既助力 B 端客户合作深化, 也推动 C 端市场消费心智占领, 实现营销投入与品牌价值提升的良性循环。

图 24: 公司近年销售费用不断增加, 赋能总营收提升 (百万元)



资料来源: 万得, 申万宏源研究

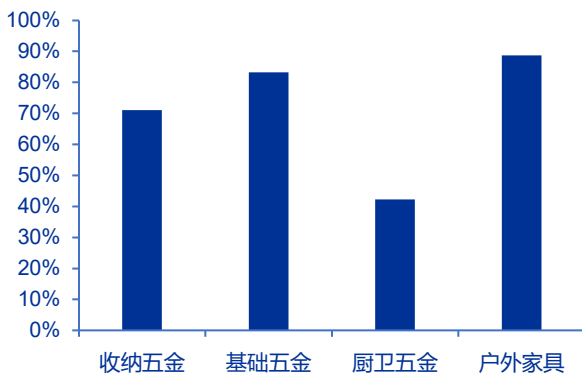
### 3. 展望：增长仍可持续，空间依然较大

#### 3.1 成本打造核心竞争力，产能扩张带来降本增量

**公司的成本下降仍有空间。**1、公司自产比例仍有提升空间；2、公司持续扩建自动化产线，有望进一步加快制造环节的自动化、促使人工及制造费用下降；随公司自产规模提升，铁、铝、不锈钢等基础原料的采购有望贡献规模效应。

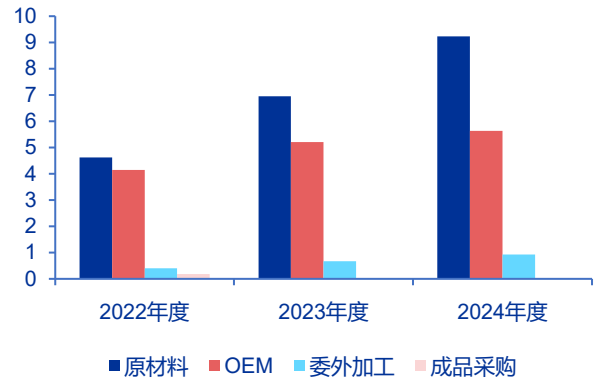
**公司自产率仍有提升空间。**2024年，公司收纳五金、基础五金、厨卫五金、户外家具的自产率分别为71%、83%、42%、89%，仍然有一定向上空间。2022-2024年，公司外采中原材料占比逐年增加，而OEM采购虽然占比下降，但采购金额绝对值在2024年仍有5亿元以上。公司未来有望通过新建产能投产，在涌大、总部、独角兽等基地逐步投产后，进一步提高自产比例降低成本。

图 25: 公司的自产率仍有提升空间 (2024 年)



资料来源：万得，申万宏源研究

图 26: OEM 采购占比下降，但绝对值上升 (亿元)



资料来源：万得，申万宏源研究

**增长带来规模效应。**随着公司营收规模快速扩张，公司的采购规模也同步上涨。近年来，公司主要采购的铁型材、铝型材、不锈钢、滑轨采购量均逐年上升，对应采购价格也逐年下降，我们预计未来公司产能释放有望进一步带来相对的采购优势。

表 11: 公司主要原材料采购量快速增长，采购均价下降

采购量	2022 年度	2023 年度	2024 年度	采购单价	2022 年度	2023 年度	2024 年度
铁型材 (吨)	17724.4	40049.5	62516.3	铁型材元/kg	4.73	4.36	3.99
铝型材 (吨)	2644.6	3208.9	4003.6	铝型材元/kg	23.51	22.25	21.90
不锈钢 (吨)	3098.7	3598.3	4213.1	不锈钢元/kg	14.21	12.55	11.18
滑轨 (万件)	509.6	704.0	743.1	滑轨元/件	10.40	9.32	8.90
柚木 (万套)	14.9	10.4	17.5	柚木元/套	107.99	130.64	152.98

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

**独角兽项目有望进一步实现扩产降本。**根据公司官网，2025年11月公司独角兽基地正式奠基，投资规模超10亿元，建筑面积超25万平，将专注于基础五金及精密核心部件的制造；项目满产后，悍高五金铰链、导轨年产量将突破8亿支。伴随公司完成IPO上市，扩产、降本能力进一步增强，独角兽基地等项目有望进一步帮助公司降本。

**图 27：独角兽项目有望帮助公司进一步实现扩产降本（效果图）**



资料来源：公司官方公众号 申万宏源研究

### 3.2 渠道扩张增量仍然广阔

**公司经销商实力远超过同行业，经销商增长空间较大。**我们对比图特股份、𠂇股份的经销商数量与经销收入，测算对比发现，2024年图特股份、𠂇股份的经销商数量分别为103、160个，而单商收入为109万、178万元；悍高集团则以359个经销商数量、460万单商收入均大幅领先同业。公司同时维持了经销商数量与质量，竞争力远超行业。

**表 12：公司单经销商收入远高于同行业**

万元，个	2025H1	2024年度	2023年度	2022年度	2021年
图特股份 单经销商收入		109	114	121	
𠂇股份 单经销商收入	109	178			
悍高集团 单经销商收入	345	460	381	256	
图特股份 经销商数量		103	105	96	93
𠂇股份 经销商数量	160	160			
悍高集团 经销商数量	381	359	341	327	296

资料来源：公司招股书，图特股份、𠂇股份公告，申万宏源研究

**渠道仍有扩张空间。**近年公司加大了经销商管理力度，限制了新增经销商数量。相比之下，公司的经销商数量远低于可比公司，以县级市与地级市数量对比，公司的经销商布局空白市场仍然较大。公司未来可通过增加经销商数量推动公司业务扩张。公司近年主动收缩了经销商增长速度，严控经销商质量。我们认为公司未来仍然有望实现经销收入的稳定增长。

### 3.3 原创设计帮助公司品牌突围

**品牌认知度有望进一步提高。**公司上市后知<sub>名</sub>度进一步提升。消费者对于高端性价比的认可逐年增强。截至 2025 年 12 月 28 日，公司共荣获德国红点奖 13 项、德国 iF 设计大奖 17 个。这些荣誉印证了公司在原创设计上的强竞争力，也表现出了公司在产品的美学、功能性上的突出表现，也标志着全球范围内公司产品具备强竞争力；公司与甄子丹展开多年的代言合作，进一步加强了公司的品牌认可和产品知<sub>名</sub>度。上市的公众效应叠加奖项荣誉积累，以及强有力代言人的长期合作，我们认为公司的品牌认知度有望进一步提高。

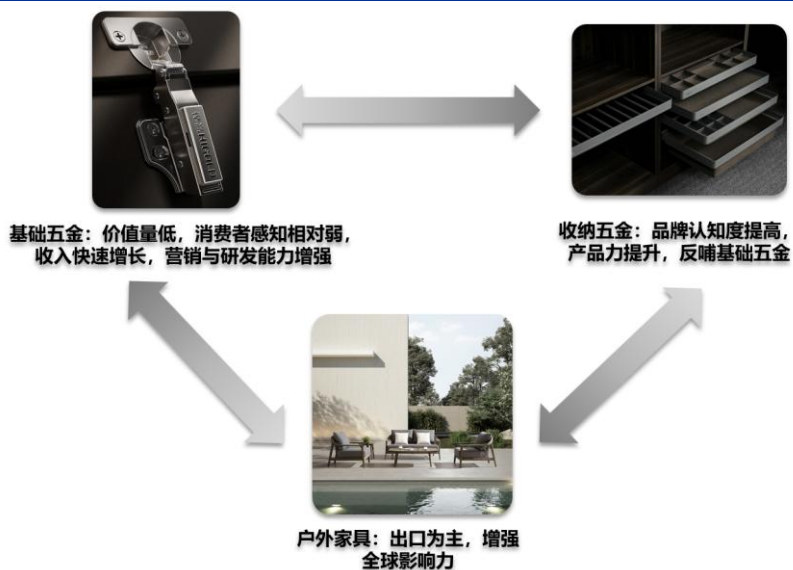
**表 13：仅 2025 年，公司已累积获得 2 项红点奖，5 项 iF 奖**

时间	奖项	产品
2025 年	红点奖	悍高美斯系列衣柜五金
2025 年	红点奖	悍高 <sub>慕</sub> 总部
2025 年	iF 奖	布雷德户外淋浴器
2025 年	iF 奖	TEKNO R 帆影系列遮阳伞
2025 年	iF 奖	悍高里奥系列户外沙发
2025 年	iF 奖	悍高美斯系列衣柜五金
2025 年	iF 奖	悍高 <sub>慕</sub> 总部

资料来源：公司官网，申万宏源研究

**不同产品间具备品牌<sub>振</sub>效应。**基础五金主打性价比，降本带动爆款有望快速放量，为收纳五金提供营销与渠道支撑。收纳五金则高举高打，树立品牌认知，反哺基础五金动销，形成正向协同。价值量较低、消费者感知程度相对弱的基础五金与价值量较高、消费者感知程度较高的收纳五金形成了较强的共振，共同促进悍高品牌力增强。

**图 28：公司的三大产品板块具备良性循环效应**



资料来源：公司官网，申万宏源研究

**以原创设计作为核心竞争力，实现品牌突围。**实际上，人们对于改善居住条件的追求从不止步。近年地产的下行主要因为投资属性的损失，而非居住属性的消失。与新地产直接相关的建材、家居需求阶段性下降，但中长期看，重装修的需求持续存在且有望随年龄增长而增加。重装修的需求改善型特点突出，公司有望通过其有力的原创品牌设计、突出的性价比、不断的营销与品宣，持续巩固五金市场的突出地位。

## 4. 盈利预测和估值

### 4.1 盈利预测

**我们以公司自有产能持续增长，OEM 产能占比下降，公司成本逐步下降，毛利率维持相对平稳的总体假设对公司进行盈利预测。**我们预计公司 2025-2027 年分别实现营收 35.95、45.25、56.53 亿元，分别同比增长 25.8%、25.9%、24.9%；分别实现毛利率 37.8%、38.8%、39.7%；分别实现归母净利润 7.1、9.4、12.4 亿元，分别同比增长 32.8%、33.5%、31.3%。

**我们预期基础五金维持高速增长。**基础五金在公司自产产能加速扩充，单位成本持续下降背景下实现高速增长，伴随产能增长，成本优势有望维持，我们预计成长进一步维持。2025-2027 年基础五金分别实现 16.8、22.6、29.8 亿元，分别同比增长 37.0%、34.9%、31.9%，毛利率分别为 39.0%、39.5%、40.0%。

**收纳五金、厨卫五金有望保持较高增速。**收纳五金与厨卫五金是公司产品中消费属性和品牌属性较为突出的两个板块，伴随公司上市以及营销推广的持续投入，公司的品牌价值、认知度快速提升，我们看好维持一定增长。我们预计 2025-2027 年收纳五金分别实现营收 9.83、11.59、13.65 亿元，毛利率 41.0%、43.9%、46.2%；厨卫五金实现收入 4.57、5.60、6.86 亿元，毛利率 30.9%、31.4%、32.1%。

**户外家具主要目标海外中高端市场，有望保持稳健增长。**近年公司连续多次获得国际设计大奖，海外品牌认知度正在逐步提升，海外家具有望维持平稳增长。我们预计 2025-2027 年分别实现收入 2.95、3.23、3.52 亿元，毛利率 41.0%、40.6%、40.1%。

**表 14：公司分产品营收与毛利率预测**

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,857	3,595	4,525	5,653
YOY	28.6%	25.8%	25.9%	24.9%
营业总成本	1,833	2,236	2,769	3,406
毛利率	35.8%	37.8%	38.8%	39.7%
<b>基础五金</b>				
收入	1,224	1,676	2,261	2,981
YOY	56.2%	37.0%	34.9%	31.9%
成本	791	1,022	1,368	1,789
毛利	433	654	893	1,192
毛利率	35.4%	39.0%	39.5%	40.0%
<b>收纳五金</b>				
收入	857	983	1,159	1,365
YOY	8.1%	14.7%	17.9%	17.8%
成本	517	580	650	735
毛利	340	403	509	630
毛利率	39.7%	41.0%	43.9%	46.2%
<b>厨卫五金</b>				
收入	361	457	560	686
YOY	15.9%	26.6%	22.4%	22.4%
成本	251	316	384	466
毛利	110	141	176	220
毛利率	30.5%	30.9%	31.4%	32.1%
<b>户外家具</b>				
收入	262	295	323	352
YOY	39.7%	12.4%	9.5%	9.3%
成本	158	174	192	211
毛利	104	121	131	141
毛利率	39.7%	41.0%	40.6%	40.1%
<b>其他主营业务</b>				
收入	97	106	114	116
YOY	-12.2%	9.3%	7.8%	1.6%
成本	73	84	90	90
毛利	24	22	24	26
毛利率	24.7%	20.8%	21.1%	22.4%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 4.2 可比公司估值

**公司 2026 年估值低于可比公司均值。**我们选择同样具备高速增长的涂料企业**三棵树**，经营质地优秀的消费建材企业**伟星新材**，以及厨卫五金及出海优异的**松霖科技**作为可比公司。可比公司 2025-2027 年 PE 的平均值为 34.0、27.2、22.4 倍；公司 2025-2027 年估值 PE 为 32.7、24.5、18.6 倍，以当前股价，公司 2026 年估值低于可比公司均值。首次覆盖，我们给予公司“**增持**”评级。

**表 15: 可比公司 PE 估值**

证券代码	证券简称	股价 (元/股)	PE-2023A	PE-2024A	PE-2025E	PE-2026E	PE-2027E
603737.SH	三棵树	46.80	199.0	104.0	37.41	29.52	24.03
002372.SZ	伟星新材	10.50	11.7	17.5	19.08	16.88	15.06
603992.SH	松霖科技	40.33	49.5	39.1	45.57	35.29	28.12
	行业平均	32.54	86.72	53.56	34.02	27.23	22.40
001221.SZ	悍高集团	57.49	69.1	43.3	32.66	24.46	18.61

资料来源：万得，申万宏源研究

注：可比公司估值来自万得一致预期，股价截至 12 月 30 日。

## 5. 风险提示

**1. 降本幅度低于预期的风险。**降本是公司增长的核心逻辑之一，若后续公司新增产能带动成本下降低于预期，或是大宗商品涨价使公司成本上行，公司利润或受损。

**2. 行业竞争加剧的风险。**基础五金行业的增长有一定普遍性，国内品牌企业正在集体形成突围，若后续竞争加剧，公司毛利率或受损。

**3. 产品质量风险。**公司采用自主生产与 OEM 结合的方式生产，近年公司 OEM 占比逐步下降但仍有重要作用。基础五金质量为本，若后续公司自产产品或 OEM 产品质量出现问题，或伤害公司品牌力，从而使公司销售受阻。

## 财务摘要

### 合并损益表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,222	2,857	3,595	4,525	5,653
营业收入	2,222	2,857	3,595	4,525	5,653
营业总成本	1,849	2,272	2,818	3,476	4,276
营业成本	1,457	1,833	2,236	2,769	3,406
税金及附加	14	24	29	36	45
销售费用	207	215	262	317	384
管理费用	77	101	147	167	213
研发费用	94	111	126	158	198
财务费用	0	-12	17	29	29
其他收益	14	17	17	17	17
投资收益	-1	0	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
信用减值损失	-3	-7	0	0	0
资产减值损失	0	1	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	383	595	794	1,066	1,393
营业外收支	0	1	0	0	0
利润总额	383	596	794	1,066	1,393
所得税	50	64	89	124	156
净利润	333	531	706	942	1,237
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	333	531	706	942	1,237

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

### 合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	333	531	706	942	1,237
加：折旧摊销减值	51	70	107	127	147
财务费用	7	4	17	29	29
非经营损失	11	-6	0	0	0
营运资本变动	184	61	26	124	104
其它	15	20	0	0	0
经营活动现金流	599	673	856	1,221	1,517
资本开支	234	333	300	200	250
其它投资现金流	-4	3	-600	-500	-800
投资活动现金流	-238	-330	-900	-700	-1,050
吸收投资	0	0	511	0	0
负债净变化	48	-29	500	12	12
支付股利、利息	3	1	176	240	312
其它融资现金流	-43	-103	0	0	0
融资活动现金流	2	-133	834	-228	-300
净现金流	361	213	790	293	167

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

## 合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,031	1,338	2,833	3,669	4,686
现金及等价物	712	1,007	2,396	3,189	4,156
应收款项	130	173	184	194	204
存货净额	173	136	229	262	302
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	15	23	23	23	23
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	737	854	1,047	1,120	1,223
无形资产及其他资产	207	308	308	308	308
资产总计	1,974	2,500	4,188	5,097	6,217
流动负债	683	699	1,318	1,484	1,638
短期借款	142	112	600	600	600
应付款项	455	490	621	788	941
其它流动负债	87	97	97	97	97
非流动负债	76	55	67	79	91
负债合计	759	754	1,385	1,564	1,729
股本	360	360	400	400	400
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	128	128	599	599	599
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	56	87	128	183	254
未分配利润	671	1,171	1,677	2,352	3,235
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	1,215	1,746	2,803	3,534	4,488
负债和股东权益合计	1,974	2,500	4,188	5,097	6,217

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

## 重要财务指标

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	0.83	1.33	1.76	2.35	3.09
每股经营现金流	1.50	1.68	2.14	3.05	3.79
每股红利	0.00	0.00	0.40	0.53	0.71
每股净资产	3.04	4.37	7.01	8.83	11.22
关键运营指标(%)					
ROIC	46.1	57.4	67.1	94.5	123.5
ROE	27.4	30.4	25.2	26.7	27.6
毛利率	34.4	35.8	37.8	38.8	39.7
EBITDA Margin	19.4	22.7	25.5	27.0	27.8
EBIT Margin	17.2	20.4	22.6	24.2	25.2
营业总收入同比增长	37.1	28.6	25.8	25.9	24.9
归母净利润同比增长	61.8	59.7	32.8	33.5	31.3
资产负债率	38.5	30.2	33.1	30.7	27.8
净资产周转率	1.83	1.64	1.28	1.28	1.26
总资产周转率	1.13	1.14	0.86	0.89	0.91
有效税率	13.0	10.8	11.2	11.7	11.2
股息率	0.0	0.0	0.7	0.9	1.2
估值指标(倍)					
P/E	69.1	43.3	32.6	24.4	18.6
P/B	18.9	13.2	8.2	6.5	5.1
EV/Sale	10.5	8.1	6.6	5.2	4.2
EV/EBITDA	53.9	35.8	25.8	19.4	15.1
股本	360	360	400	400	400

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署分析师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，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swyhsc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swyhsc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示：本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在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咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司书面授权，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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。