

## 悍高集团 (001221.SZ)

## 智造赋能高端性价比，多元渠道驱动五金龙头成长

公司作为家居基础五金领域的龙头，在地产下行周期实现高质量高增长，盈利能力领先同业，其核心竞争优势主要体现在“智能制造+高端性价比产品+多维渠道布局”上，制造端智能制造能力强，持续打造规模与成本优势，产品端，多元品类协同，高端性价比与全场景创新驱动成长，渠道端，多维渠道布局，实现高效触达与韧性增长。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 7.06/9.24/11.69 亿元，对应 PE 估值为 33.2/25.4/20.0 x，首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。

- **家居五金第一股，多元五金品类龙头。**公司成立于 2004 年，创立初期主要从事五金加工与出口，2007 年后转型自主品牌发展，目前已发展为以家居五金为核心，包括功能五金、基础五金、厨卫五金、柜类照明、户外家具于一体的全屋高端五金解决方案提供企业，品牌知名度及销售规模在国内处于领先地位。2025 年 7 月，悍高集团成功 A 股上市，成为中国功能五金第一股，开启资本化。
- **地产下行周期实现高质量高增长，盈利能力领先同业。**2019-2024 年公司营业收入 CAGR 约为 28.9%，归母净利润 CAGR 约 59.4%，收入在地产交易量下行背景下维持高增速，明显优于行业家具五金市场。公司净利润增速持续高于收入增速，自产比例提升叠加产品结构优化，共同驱动毛利率持续改善，2019-2024 年公司毛利率由 32.0%提升至 35.8%，规模效应叠加品牌效应带来费用率持续下行，与毛利率提升共同拉动净利率提升，公司归母净利润率从 2019 年的 6.5%提升至 2024 年的 18.6%，大幅提升 12.2 pct。
- **公司核心竞争优势主要体现在“智能制造+高端性价比产品+多维渠道布局”：**
  - 1) 智能制造能力强，持续打造规模与成本优势。**公司重视智能制造投入，目前正建造 60 万 m<sup>2</sup>数字化生产基地，通过自产比例提升打造规模与成本优势，2022-2024 年基础五金自产比例从约 57%提升至 83%，单位成本两年内下降约 22%，综合毛利率从 31.7%抬升至 35.8%，实现五金品类市占率与盈利能力同时提升。
  - 2) 多元品类协同，高端性价比与全场景创新驱动成长。**公司产品矩阵完整，四大核心品类协同，强化品类连带与客户粘性，与可比同业相比，公司经营品类范围更广。定位上锚定高端性价比，产品质量及设计处于行业高端水平，产品价格相对外资品牌具备性价比优势，形成对外资品牌与国产白牌市场份额的双向挤压。
  - 3) 多维渠道布局，实现高效触达与韧性增长。**行业客流多元且分散，公司建立起多维渠道网络实现客源触达与服务闭环，经销商渠道作为压舱石，25H1 实现收入同比增长 12.6%，经销商优胜劣汰、质量提升，2022-2024 年单个经销商提货额 CAGR 为 34%，电商渠道主导线上渗透，25H1 收入同比+32%，面向 C 端打造流量入口放大品牌势能，云商模式纵深渗透低线/空白市场，25H1 收入占比突破 10%提升至 12.84%，收入规模及客单大幅增长，回购率维持高位。
- **首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。**公司作为家居基础五金领域的龙头，

## 强烈推荐 (首次)

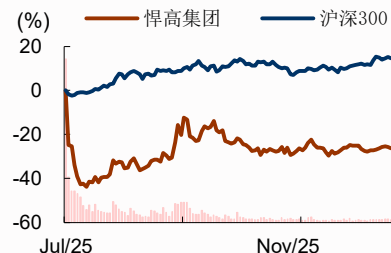
消费品/轻工纺服  
目标估值: NA  
当前股价: 58.56 元

## 基础数据

总股本 (百万股)	400
已上市流通股 (百万股)	35
总市值 (十亿元)	23.4
流通市值 (十亿元)	2.0
每股净资产 (MRQ)	6.9
ROE (TTM)	24.3
资产负债率	35.7%
主要股东 广东悍高管理集团有限公司	
主要股东持股比例	64.63%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	299	299
相对表现	1	280	271



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

- 刘丽 S1090517080006  
liuli14@cmschina.com.cn  
郑晓刚 S1090517070008  
zhengxiaogang@cmschina.com.cn  
杨蕊菁 S1090524100002  
yangruijing1@cmschina.com.cn  
袁定云 S1090523070010  
yuandingyun@cmschina.com.cn

凭借高端性价比定位和强大的渠道下沉能力，持续实现业绩超预期增长。公司营业收入和归母净利润 2025Q1-Q3 同比增长 24.26%与 38%，展现出较强的逆周期成长韧性。公司兼具市场扩张能力与成本控制优势，渠道创新与新品类储备，有望为公司提供新的增长动力，看好公司长期发展，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 7.06/9.24/11.69 亿元，对应 PE 估值为 33.2/25.4/20.0 x，首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。

□ **风险提示：**原材料价格大幅波动、经销商管理风险、募集资金投资项目进度不及预期、行业竞争加剧，下游需求承压。

### 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2222	2857	3567	4430	5430
同比增长	37%	29%	25%	24%	23%
营业利润(百万元)	383	595	793	1036	1310
同比增长	68%	55%	33%	31%	26%
归母净利润(百万元)	333	531	706	924	1169
同比增长	62%	60%	33%	31%	27%
每股收益(元)	0.83	1.33	1.76	2.31	2.92
PE	70.4	44.1	33.2	25.4	20.0
PB	19.3	13.4	7.9	6.4	5.1

资料来源：公司数据、招商证券

## 正文目录

一、 悍高集团：成功转型自主品牌的家居五金龙头，渠道协同+智能制造双轮驱动发展.....	5
1、 公司概况：代工起步、品牌突围的功能五金第一股.....	5
2、 财务分析：地产下行周期实现高质量高增长，盈利能力领先同业.....	8
2.1 穿越地产周期，收入利润高速增长.....	8
2.2 毛利率与净利率均处于上升通道，盈利能力领先同业.....	9
二、 智能制造、多元品类、全域渠道多维联动形成护城河.....	11
1、 智能制造驱动，持续打造规模与成本优势.....	11
2、 多元品类协同，高端性价比与全场景创新驱动成长.....	13
3、 多维渠道布局，实现高效触达与韧性增长.....	15
三、 盈利预测及投资建议：.....	18
四、 风险提示.....	19

## 图表目录

图 1：公司发展历程.....	6
图 2：公司主要产品分类.....	6
图 3：公司股权结构（截至 2025Q3 末）.....	7
图 4：公司营业收入维持高速增长.....	8
图 5：公司归母净利润维持高速增长.....	8
图 6：2024 年后基础五金贡献公司最大收入.....	8
图 7：基础五金与厨卫五金收入增速领先（亿元）.....	8
图 8：线下经销仍为公司收入核心支柱渠道.....	9
图 9：公司电商模式与云商模式增速较高（亿元）.....	9
图 10：公司毛利率提升趋势延续.....	9
图 11：公司不同产品自产及 OEM 单位成本（2023，元/件）.....	10
图 12：公司基础五金毛利率提升最为明显（%）.....	10
图 13：公司期间费用率呈现下行趋势（%）.....	11
图 14：公司净利率优于可比同业（%）.....	11
图 15：公司基础五金自产比例大于 80%.....	12

图 16: 基础五金单位成本同比降幅大于基础五金出厂价同比降幅 .....	13
图 17: 基础五金单位成本降幅大于价格降幅, 带动毛利率提升 .....	13
图 18: 公司厨卫五金等自产比例仍有提高空间 .....	13
图 19: 公司研发费用率处于行业较高水平 (%) .....	15
图 20: 公司专利数量领先同业 (个) .....	15
图 21: 公司新品 SKU 数量多、产品迭代速度快 .....	15
图 22: 公司销售渠道占比拆分 (% , 25H1) .....	16
图 23: 公司经销商数量及单商提货额增长 .....	16
图 24: 悍高包头全屋旧改店 .....	16
图 25: 公司电商 GMV 同比增长较快, 抖音逐步放量 (万元) .....	17
图 26: 以天猫平台为例, 公司销售产品以拉篮、水槽等非基础五金为主, 与线 下形成品类互补 (2025) .....	17
图 27: 公司云商规模及客均单价维持较快增长 .....	18
图 28: 云商回购率维持在约 70% 高位 .....	18
表 1: 公司核心管理团队年轻且背景多元 .....	7
表 2: 悍高三大制造基地概览 .....	11
表 3: 悍高核心品类及优势 .....	14
表 4: 悍高集团及可比公司主营品类及规模对比 .....	14
表 5: 公司与主要内外资品牌代表性产品售价对比 .....	14
表 6: 悍高集团盈利预测 .....	19
附: 财务预测表 .....	20

## 一、悍高集团：成功转型自主品牌的家居五金龙头，渠道协同+智能制造双轮驱动发展

### 1、公司概况：代工起步、品牌突围的功能五金第一股

**家居五金第一股，多元五金品类龙头。**公司成立于2004年，创立初期主要从事五金加工与出口，2007年后转型自主品牌发展，目前已发展为以家居五金为核心，包括功能五金、基础五金、厨卫五金、柜类照明、户外家具于一体的全屋高端五金解决方案提供企业，品牌知名度及销售规模在国内处于领先地位。2025年7月，悍高集团成功A股上市，成为中国功能五金第一股，开启资本化。

公司发展脉络可以总结为“代工起步-品牌转型-智能制造与渠道协同加速”三个阶段

**1) 公司初创阶段（2004-2006年）：代工为主，积累客源。**公司2004年在顺德起步，以五金加工与出口为主营业务，完成客户资源的原始积累；2006年切入户外家具并成立相关品牌，业务版图拓宽。

**2) 业务拓展与品牌转型（2007-2018年）：拓展多元五金品类，实现代工向自主品牌转型。**公司2007年更名悍高进军中国市场，开始从代工向自主品牌的关键转型；2013-2014年产品延伸至水槽、龙头等厨具并全面上线天猫、京东，伴随国际设计大奖的持续斩获，品牌力与零售属性同步增强；2017-2018年进行产线自动化升级并丰富产品线，与金牌厨柜、欧派家居等知名企业建立合作，渠道从线下经销与直销进一步拓展到电商，形成线上线下协同的多元化销售格局，业务规模快速拓展。

**3) 智能制造与渠道协同（2019年至今）：2019年至今，公司自建云商平台，填补经销商市场空白区域，2020-2022年品牌建设与智能制造并进，签约甄子丹代言、推动六角大楼超级工厂建设，战略升级为“世界级家居五金航母”；2024年星际总部及六角大楼生产基地面积累计达40万m<sup>2</sup>，并计划第三个“独角兽”生产基地，产能与自研能力持续提升；2025年登陆深交所主板，进入资本助力的增长新阶段，最终形成以家居五金与户外家具为核心的多品类矩阵和经销+直销+电商+云商全域经营格局。**

图 1: 公司发展历程



资料来源: 公司官网、公司招股说明书、招商证券

公司以家居五金为核心,构建了涵盖全屋五金(功能五金、基础五金、厨卫五金)、柜类照明与户外家具的多元化产品矩阵。经过十余年发展,公司已从“拉篮单品”成长为覆盖收纳五金、基础五金、厨卫五金、户外家具在内的全屋家居五金解决方案提供商,主营产品包括收纳五金、基础五金、厨卫五金、户外家具四大类,辅以少量其他五金与照明等品类,形成全屋场景覆盖,其中基础五金+收纳五金为营收与利润核心,厨卫与户外承担场景延伸和第二增长曲线,公司定位为“高性价比+原创设计”的功能五金品牌。

图 2: 公司主要产品分类

品类	简介	营收占比 (25H1)	示例
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	28.67%	
基础五金	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	44.95%	
厨卫五金	主要包括水槽、厨房水龙头、下水器、沥水篮、浴室架、角阀等	12.80%	
户外家具	产品主要为户外沙发、户外餐椅和户外躺床	8.56%	

资料来源: 公司招股说明书、公司公告、招商证券

股权结构高度集中,创始人家族掌握控制权。截至 2025Q3 末,广东悍高管理集团有限公司直接持有公司 64.63%股份,公司创始人为欧锦锋,与欧锦丽为兄妹关系,二人为公司共同实际控制人,合计持有广东悍高管理集团 100%股权,即两人间接持有公司 64.63%股份,欧锦锋个人直接持有公司 8.08%股份,创始人家族掌握公司控制权。

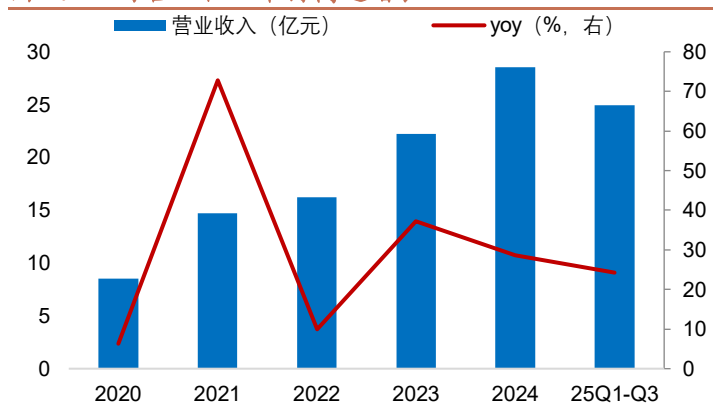


## 2、财务分析：地产下行周期实现高质量高增长，盈利能力领先同业

### 2.1 穿越地产周期，收入利润高速增长

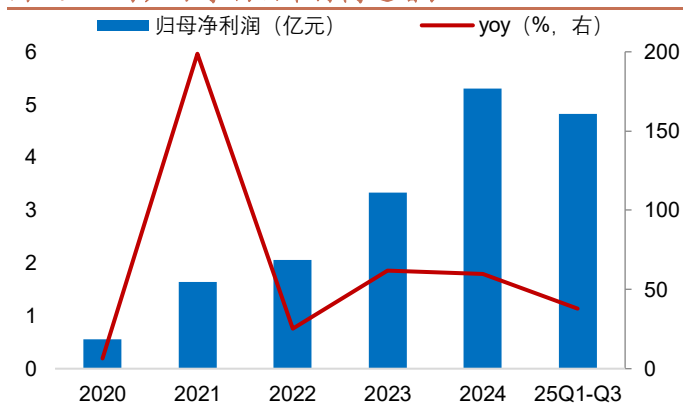
穿越地产周期，收入利润高速增长。2020-2024 年公司营业收入由 8.53 亿元增长至 28.57 亿元，CAGR 为 35.28%，归母净利润由 0.55 亿元增长至 5.31 亿元，CAGR 为 76.27%。公司营业收入、利润增速在地产交易量大幅下行背景下维持高增速，明显优于行业家具五金市场。2025Q1-Q3 营业收入 24.97 亿元/同比+24.27%，归母净利润 4.83 亿元/同比+38.07%，高景气增长在 2025 年得到延续，并且公司净利增速持续高于收入增速，盈利弹性持续释放。

图 4：公司营业收入维持高速增长



资料来源：Wind、招商证券

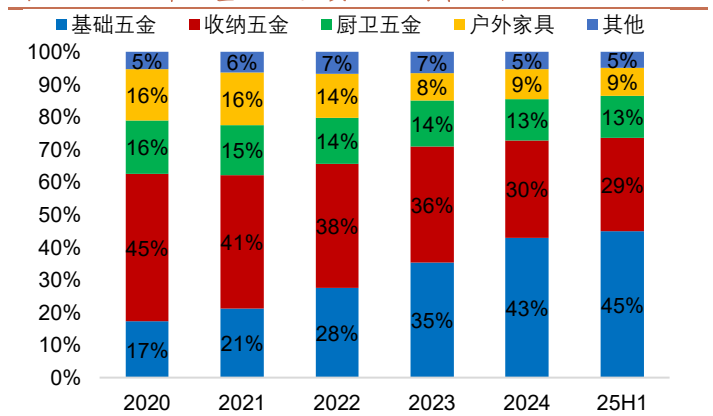
图 5：公司归母净利润维持高速增长



资料来源：Wind、招商证券

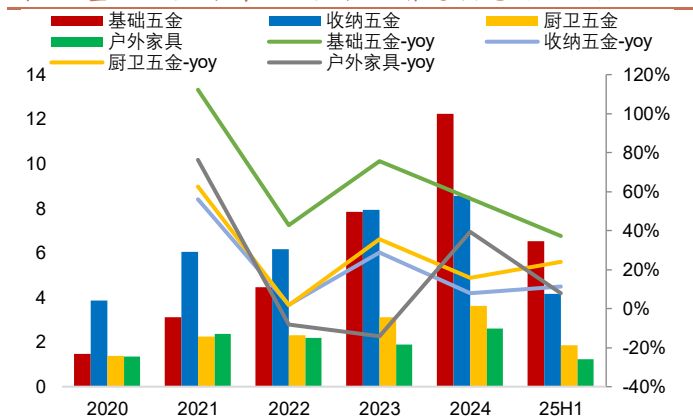
基础五金收入放量，收纳五金与厨卫五金受消费升级与渠道拓展拉动。公司基础五金放量来自全链条自动化+自供率及交付能力提升+高端性价比策略，2023/2024 年基础五金收入分别同比+75.56%/+56.32%，2025H1 维持 37.26% 的高增趋势。收纳五金与厨卫五金受消费升级与渠道拓展拉动，保持双位数增长，2025Q1 厨卫增长由线上与出口推广支撑。户外家具经过 2024 年修复在 2025H1 实现 7.83% 同比增长，延续增长趋势，占比相对稳定。

图 6：2024 年后基础五金贡献公司最大收入



资料来源：Wind、招商证券

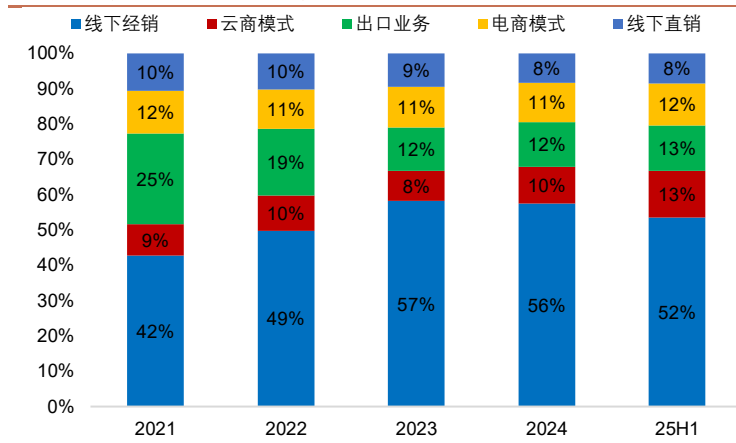
图 7：基础五金与厨卫五金收入增速领先（亿元）



资料来源：Wind、招商证券

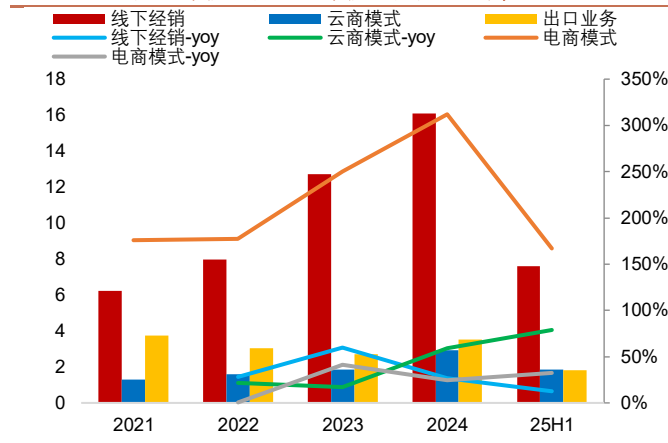
线下经销仍为核心支柱，云商与电商渠道低基数下高增。截至 2025H1 末，公司经销商达 381 家，传统经销商网络持续扩张与下沉，补充偏高线城市覆盖度。针对低线/空白区域，公司通过发展云商模式，实现对小 B 渠道的覆盖，与偏高线的传统经销模式形成互补，补强线下渠道覆盖度。线上全平台布局电商平台，配合 C 端品牌力提升促成较高增长。

图 8: 线下经销仍为公司收入核心支柱渠道



资料来源: Wind、招商证券

图 9: 公司电商模式与云商模式增速较高 (亿元)

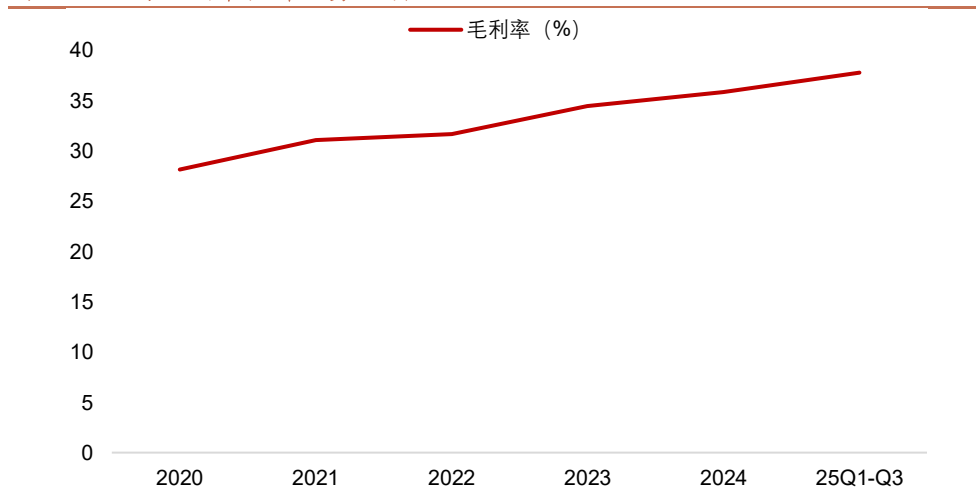


资料来源: Wind、招商证券

## 2.2 毛利率与净利率均处于上升通道，盈利能力领先同业

自产比例提升叠加产品结构优化，共同驱动毛利率持续改善。2020-2024 年，公司毛利率由 28.14% 提升至 35.84%，创下新高，2025Q1-Q3，公司毛利率进一步升至 37.77%，毛利率提升趋势仍在延续。

图 10: 公司毛利率提升趋势延续



资料来源: Wind、招商证券

公司毛利率提升主要驱动来自于: 1) 自产比例提升; 2) 产品结构优化。

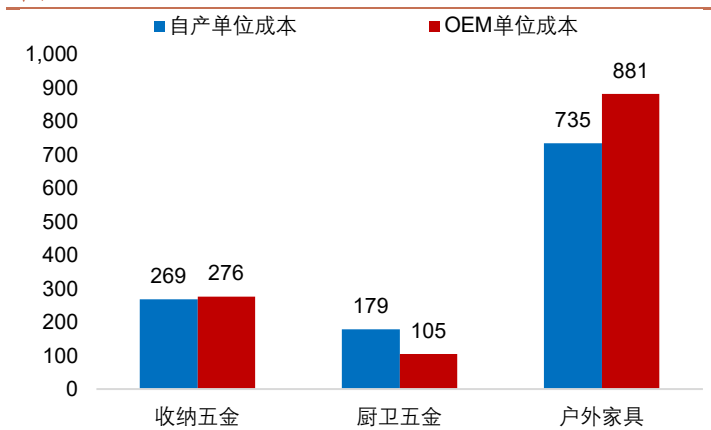
1) 自产比例: 自产比例提升带来生产成本下降，生产端规模效应显现。随着各大五金自动化制造基地的陆续投产，公司的自产比例逐步提升，OEM 代工生产比例逐步下降。2022-2024 年，单位成本更高的 OEM 及委外加工成本，占主营

业务成本的比例分别为 41.54%、39.16%和 35.15%，呈现逐年下降趋势，增强了价格竞争力，进一步发挥规模效应优化毛利率

**2) 产品结构优化：毛利率提升最为明显的基础五金业务收入占比提升，拉高综合毛利率。**公司基础五金业务 2020-2024 年收入 CAGR 达 69.87%，收入占比从 2020 年的 17.23%提升至 2024 年的 42.84%，25H1 进一步提升至 44.97%，在收入端成为主要增长引擎，与此同时得益于自产比例提升，2020-2024 年基础五金毛利率提升 22.00 pct。而相对偏高毛利的收纳五金和高端户外家具占比保持稳定，共同拉升公司综合毛利率水平

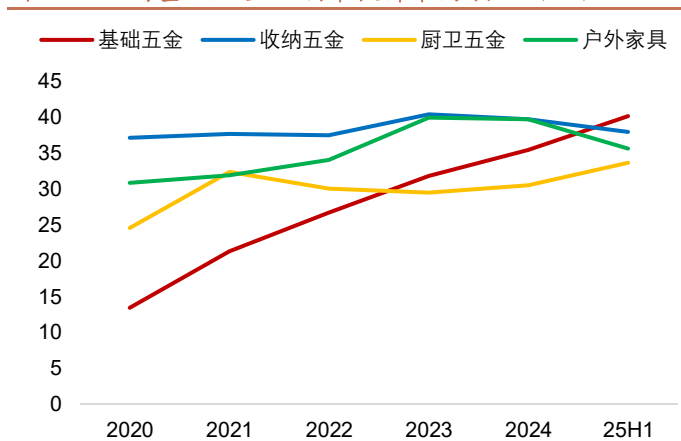
此外，公司坚持“高端性价比”定位，产品品质对标海外高端品牌百隆、海蒂诗，而价格相对外资品牌具备竞争优势，通过疫情期间海外高端品牌国内供应不足窗口期，抢占部分海外高端品牌份额的方式实现价格带上探。

图 11: 公司不同产品自产及 OEM 单位成本 (2023, 元/件)



资料来源：公司招股说明书、招商证券

图 12: 公司基础五金毛利率提升最为明显 (%)



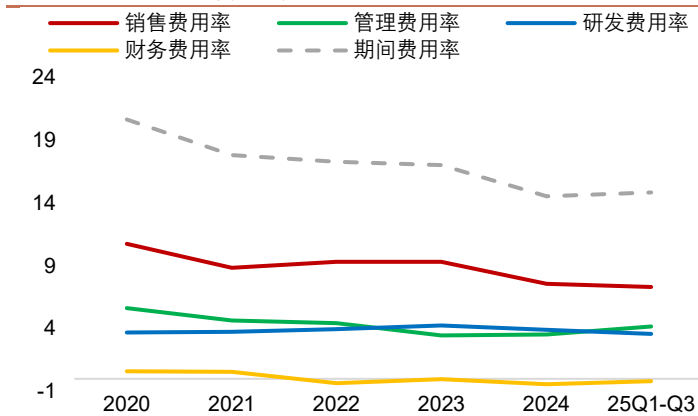
资料来源：Wind、招商证券

**规模效应叠加品牌效应带来费用率持续下行，与毛利率提升共同拉动净利率提升。**

费用端,2020-2024 年公司期间费用率由 2020 年的 20.61%下降 6.10 pct 至 2024 年的 14.51%，25Q1-Q3 为 14.81%，较同期下降 0.22 pct，延续下降趋势。拆分来看，2020 至 2024 年，销售费用率下降 3.20pct 至 7.53%，管理费用率下降 2.09pct 至 3.53%，财务费用率实现由正转负，2024 年为-0.43%。销售费用率的下降主要得益于品牌认知度提升、电商和云商等线上渠道的规模效应，以及经销网络成熟后边际获客成本下降；管理费用率因精细化管理与规模摊薄，呈现改善趋势。

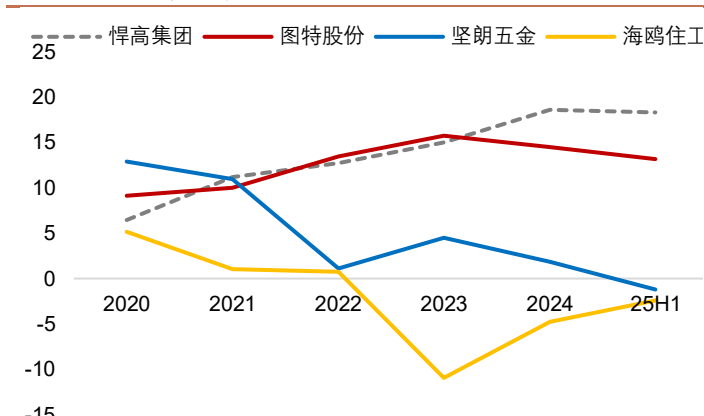
毛利率的提升对利润端的直接拉动，叠加期间费用率下行，公司归母净利率从 2020 年的 6.45%提升至 2024 年的 18.60%，大幅提升 12.15 pct，25Q1-Q3 进一步提升至 19.36%，盈利能力在可比公司中处于高位。

图 13: 公司期间费用率呈现下行趋势 (%)



资料来源: Wind、招商证券

图 14: 公司净利率优于可比同业 (%)



资料来源: 公司招股说明书、Wind、招商证券



## 二、智能制造、多元品类、全域渠道多维联动形成护城河

公司核心竞争优势主要体现在智能制造+高端性价比+多元渠道,以智能制造为抓手,驱动高质价比产品放量,同时依靠多品类创新和全渠道渗透,形成产品、制造、渠道、品牌多维联动护城河,在家居五金较为分散的亿级赛道,持续扩大市占率并保持高盈利成长。

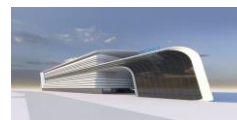
### 1、智能制造驱动,持续打造规模与成本优势

**智能制造能力强,产能规模与自动化水平领先同业。**家居五金行业生产方式较传统,人工成本占比高、SKU多,较难实现自动化量产。公司重视智能制造投入,从2004年发展至今,已经拥有了建筑面积接近40万m<sup>2</sup>的生产基地,目前正在建造60万m<sup>2</sup>数字化生产基地,星际总部大楼和六角大楼已经投入使用,独角兽生产基地预计2027年可以投入使用。公司在实现规模化的同时兼顾高度自动化,在业内率先实现铰链产品从开料冲压、组装、检测、包装的全链条自动化生产,“黑灯工厂”模式提升生产效率与品质一致性。

表 2: 悍高三大制造基地概览

基地名称	建筑面积	建设进度	功能定位	图示
星际总部生产基地	约 20 万 m <sup>2</sup>	已投产, 2021 年封顶	研发/创新中心, 聚集多元功能区, 铰链等核心产品生产基地	
六角大楼生产基地	超 20 万 m <sup>2</sup>	已投产, 2022 年 5 月六角大楼一号厂房封顶, 22 年铰链超级工厂投产,	“黑灯工厂”, 自动化率超 90%, 超 110 条自动化产线	

独角兽五金智造基地 占地 107.7 亩，建成总面积预计超 25 万 m<sup>2</sup> 已奠基，计划 2027 年底前竣工投产 新一代智能制造一体化超级工厂，达产后推动集团年产值突破 60 亿元，提升基础件自动化与产能规模

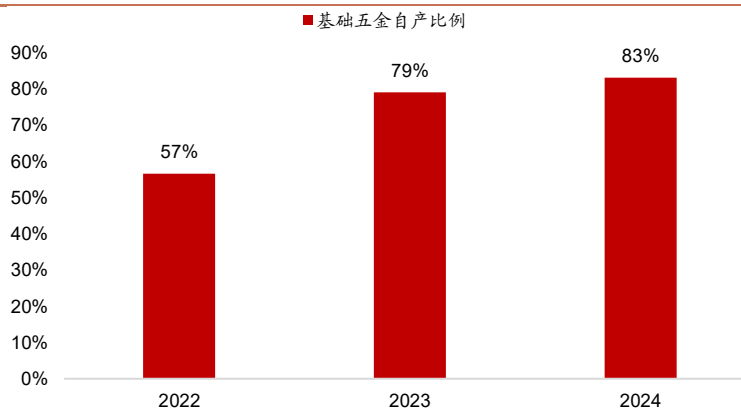


资料来源：公司官网、公司官方公众号、广东省户外家居行业协会公众号、证券时报网、搜狐网，招商证券

**精益管理与信息化系统深度融合，提高生产效率。**公司打通了 ERP、MES、WMS、QMS 等信息系统，实现研发、制造、仓储、质控全过程的数字化管理，生产人员和物料流动全过程可视化，提升精细化排产与库存周转效率。精益管理与信息系统赋能下，公司将标准化制造与柔性制造兼容，既能标准化生产释放规模效应，又能兼顾定制件生产采用柔性模具和专用设备，能灵活适应多品类小批量、快速迭代的市场需求。

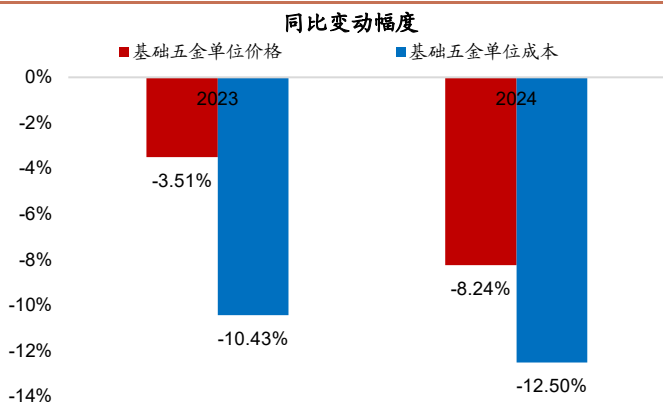
**自产率提升带来规模与成本优势，基础五金市占率与盈利能力同时提升。**以基础五金为例，公司基础五金实施“高性价比+以价换量”策略，2023/2024 年出厂单价同比分别下降 3.51/8.24%，但公司依托自动化智造基地，自产比例与自动化水平快速拉升，并转化为成本优势与规模红利。以基础五金为例，2022 到 2024 年基础五金自产比例从约 56.74%提升至 83.23%，得益于自产率提升，基础五金单位成本两年内下降约 22%，支撑在 2022-2024 年间出厂价下降 9%的情况下，基础五金毛利率仍然从 26.69%抬升至 35.41%，“高性价比+以价换量”策略成功实施，实现市占率与盈利能力同时提升。

图 15：公司基础五金自产比例大于 80%



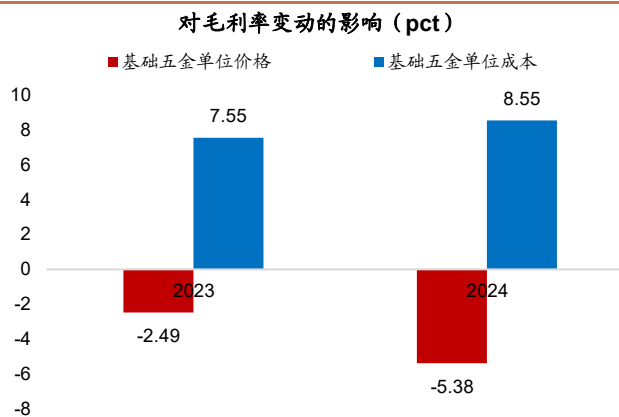
资料来源：公司招股说明书、招商证券

图 16: 基础五金单位成本同比降幅大于基础五金出厂价同比降幅



资料来源: 公司招股说明书、招商证券

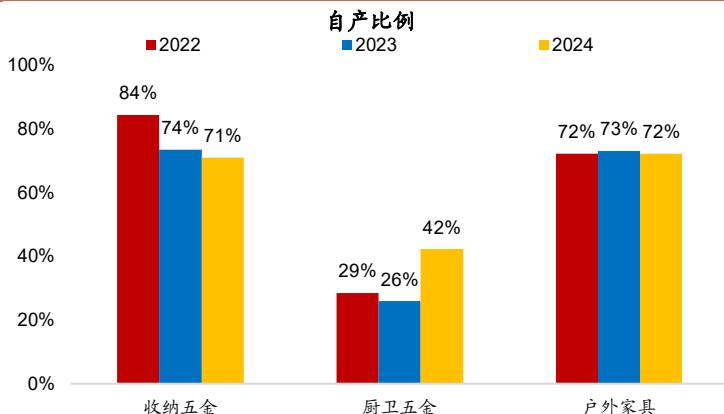
图 17: 基础五金单位成本降幅大于价格降幅, 带动毛利率提升



资料来源: 公司招股说明书、招商证券

厨卫五金、收纳五金等品类自产比例有望提高, 高盈利能力有望在多品类持续释放。除了基础五金外, 公司厨卫五金、收纳五金等主品类自产比例均低于 80%, 随着多个智能制造基地的建设及投产, 基础五金自产比例提升带来的“高性价比+以价换量”策略有望在厨卫五金、收纳五金等品类复制, 实现高盈利能力的多品类释放。

图 18: 公司厨卫五金等自产比例仍有提高空间



资料来源: 公司招股说明书、招商证券

## 2、多元品类协同, 高端性价比与全场景创新驱动成长

公司以收纳五金起家, 目前已向全屋五金拓展, 在产品端通过“高端性价比+完整产品矩阵+性能美学兼顾”形成综合优势, 以基础五金为增长引擎、收纳与厨卫形成协同驱动收入增长。

产品矩阵完整, 四大核心品类协同, 强化品类连带与客户粘性。公司已形成基础五金、收纳五金、厨卫五金、户外家具四大核心品类, 打造覆盖铰链、滑轨、拉篮、水槽龙头及户外桌椅的全屋五金产品矩阵。针对定制家居、整装公司、工程客户和 C 端消费者都能形成针对全屋五金应用场景的一站式解决方案, 提升跨品类连带与客户粘性。

表 3: 悍高核心品类及优势

品类	核心产品	公司优势	收入占比 (25H1)
基础五金	铰链、滑轨、骑马抽、阻尼	性能对标外资+显著价格优势, 批量标准件驱动规模效应	45%
收纳五金	拉篮、转角、高柜、衣柜收纳	公司市占率第一品类, C 端认知强、品牌效应带动客单提升	29%
厨卫五金	水槽、龙头、沥水篮等	存量改装为主, 公司场景化打造提升品类间连带	13%
户外家具	庭院桌椅、阳台桌椅	性能与审美兼顾, 国内外渠道协同	9%

资料来源: 公司招股说明书、公司公告、招商证券

与可比同业相比, 公司经营品类范围更广, 可比同业主要覆盖以基础五金、收纳五金为主的 1-2 个五金大类, 公司主营品类涵盖全屋五金, 能够更好满足消费者一站式装配需求, 对应营收规模也在同业领先。

表 4: 悍高集团及可比公司主营品类及规模对比

公司名称	主营品类	2024 年营收
悍高集团	基础五金、收纳五金、厨卫五金、户外家具	28.57 亿元
图特股份	铰链、滑轨、移门系统、收纳系统、反弹器等	9.09 亿元
坚朗五金	建筑五金, 如门窗五金、幕墙五金等	66.38 亿元
海鸥住工	卫浴五金, 如水龙头、洁具、浴缸等	28.54 亿元
松霖科技	厨卫五金, 如花洒、淋浴系统、龙头等	30.15 亿元
浙江永强	户外家具, 如秋千、桌椅、遮阳伞、帐篷等	56.76 亿元
海蒂诗	基础五金、收纳五金	13 亿欧元 (2023 年)
百隆	基础五金、收纳五金	22.97 亿欧元

资料来源: 公司招股说明书、Wind、图特股份公开转让说明书, 招商证券

**定位高端性价比, 对外资品牌与国产白牌双向挤压。**基于制造端成本优势及生产质量优势, 公司能够在产品上定位“高端性价比”, 即产品质量及设计处于行业高端水平, 产品价格相对外资品牌具备性价比优势, 形成对外资品牌与国产白牌市场份额的双向挤压, 提升公司市占率。以百隆、海蒂诗、悍高、东泰的铰链和导轨两类产品为例, 公司同样规格的铰链与导轨售价均低于可比外资及国内品牌, 同时具备悍高品牌力优势, 能够向上以性价比优势抢占外资品牌优势, 向下以品牌力优势与并不悬殊的售价抢占国产白牌份额。

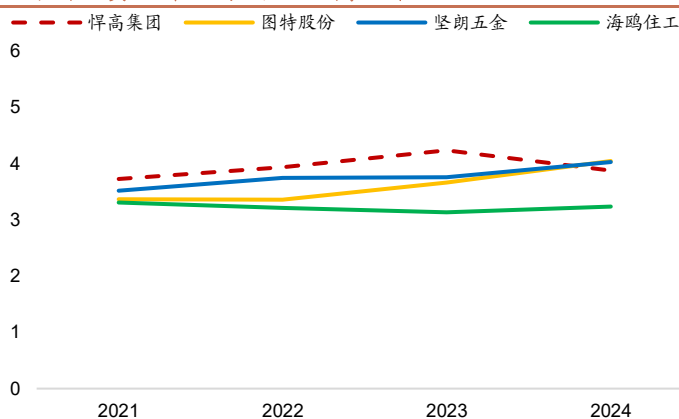
表 5: 公司与主要内外资品牌代表性产品售价对比

产品	百隆	海蒂诗	悍高	东泰
不锈钢两段力铰链 (元/个)	9.70	12.5	5.59	6.09
45mm 10 寸三节轨阻尼走珠滑轨 (元/个)	45.44	46.36	16.58	29.87

资料来源: 天猫、招商证券

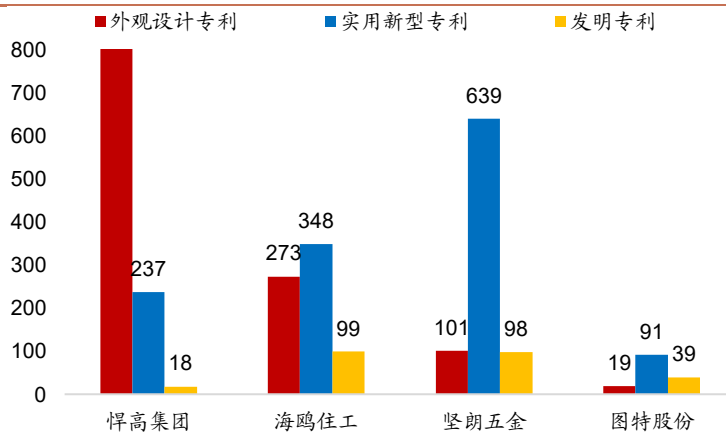
持续研发投入叠加高频推新，增厚产品护城河。公司 2022-2024 年研发投入分别为 6374/9419/11098 万元，CAGR 为 31.95%，研发费用率维持在 4%左右，研发强度处于行业中枢之上。围绕产品功能创新及外观设计美学创新，公司在持续较高强度研发投入下，累计储备超 1100 项专利，其中外观专利 918 项，占比 78%，实用新型专利 237 项，占比约 20%。在覆盖结构、材料与外观等多维度的专利支撑下，公司实现产品端高频上新与差异化产出，2022-2024 年新增 SKU 3258/2908/7898，当年 SKU 占比 36.61%/44.83%/53.30%，新品占比过半，实现产品快速迭代升级、品类不断拓维，增厚公司产品端护城河。

图 19: 公司研发费用率处于行业较高水平 (%)



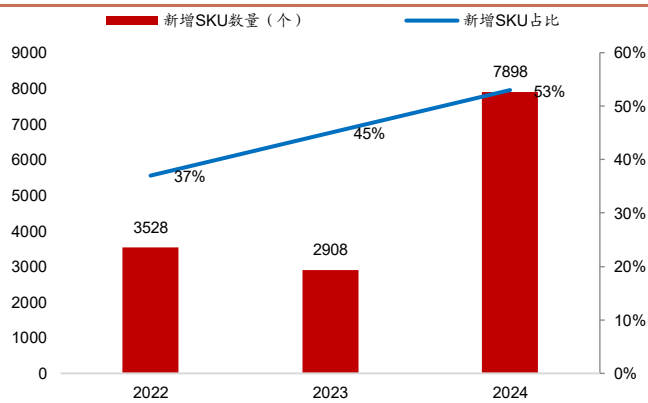
资料来源: Wind、招商证券

图 20: 公司专利数量领先同业 (个)



资料来源: 公司招股说明书、招商证券

图 21: 公司新品 SKU 数量多、产品迭代速度快



资料来源: 公司招股说明书、招商证券

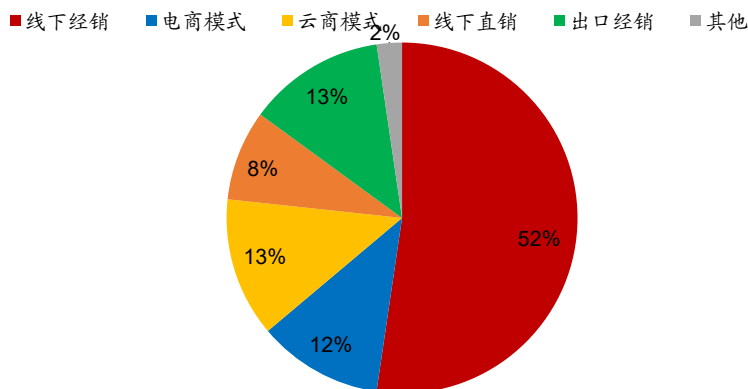
### 3、多维渠道布局，实现高效触达与韧性增长

行业客流多元且分散，需要立体完善的渠道网络。在新房影响逐步下降，存量翻新与二手房装修成为主线背景下，家居五金行业的客流来源较新房时代更为分散。面对碎片化的流量结构，需要兼顾 B 端与 C 端的多维渠道网络实现对定制家居大 B 客户、装企等小 B 客户以及更为分散的 C 端散客的覆盖。

公司已建立起多维渠道网络，实现客源触达与服务闭环。公司目前已形成了线下经销为核心、云商模式补充下沉、电商平台直达 C 端、直销及海外补位的多维渠

道网络，实现全域覆盖、深度下沉和零售属性强化。公司通过线上电商获客、种草曝光以及本地经销商与云商门店承担体验、成交和售后角色，实现流量与服务的闭环。在家居五金行业极度分散、白牌与作坊型企业众多的格局下，立体的渠道体系成为公司区别于外资品牌及多数内资对手的核心竞争优势。

图 22: 公司销售渠道占比拆分 (%，25H1)



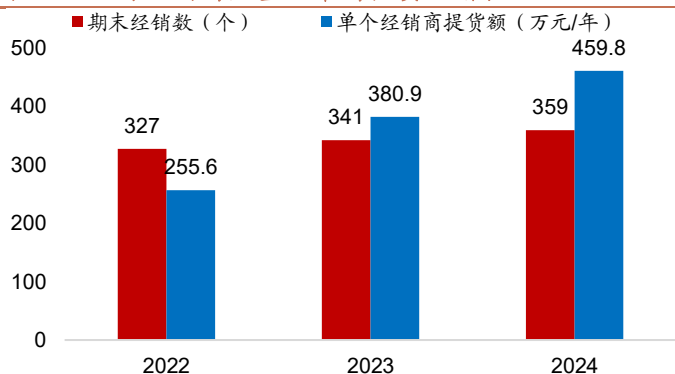
资料来源: 公司公告、招商证券

**经销商网络覆盖广且质量持续优化，构筑发展压舱石。**2025H1 线下经销渠道收入 7.59 亿元/同比+12.54%，占营业收入比例为 52.33%，是公司营业收入占比最大的核心渠道。截止 25H1 末，公司拥有 381 家经销商，实现区域渗透、构筑品牌心智的同时，成熟经销商也在云商和电商中承担部分交付和售后功能，形成对线上渠道的反哺，提升全渠道协同。

**经销商“优中选优”，单个经销商提货额显著抬升。**2022 到 2024 年，公司经销商总数从 327 个增长到 359 个，2024 年新增 89 个、淘汰 71 个，考核严格、质量优化。从单商质量看，公司实行授权、KPI 考核、区域划分等制度，确保价格体系与品牌形象统一，提升渠道运营质量 2022 到 2024 年，单商提货额由 256 万元增长到 460 万元，CAGR 为 34.05%，终端规模与虹吸效应增强。

**积极布局旧改门店，注重本地运营及存量房需求获取。**公司旧改门店针对存量房五金换新需求，专注于厨房拉篮、铰链等核心五金件的替换升级，门店多布局于社区、街边及卖场，可快速响应本地化家居焕新需求，精准切入二手房及存量房装修市场，成为公司挖掘家居存量市场、承接翻新消费红利的新渠道。

图 23: 公司经销商数量及单商提货额增长



资料来源: 公司招股说明书、招商证券

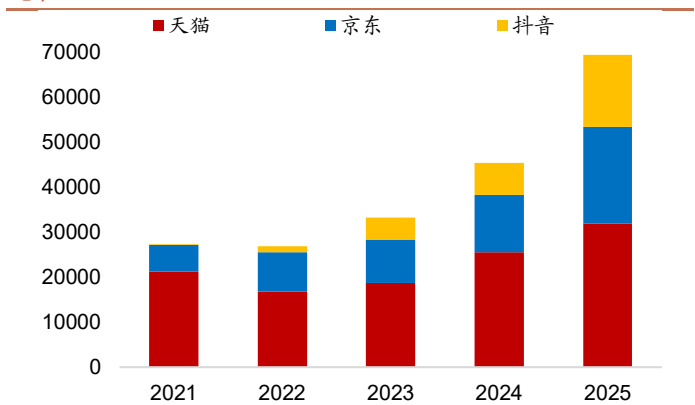
图 24: 悍高包头全屋旧改店



资料来源: 悍高五金集团公众号、招商证券

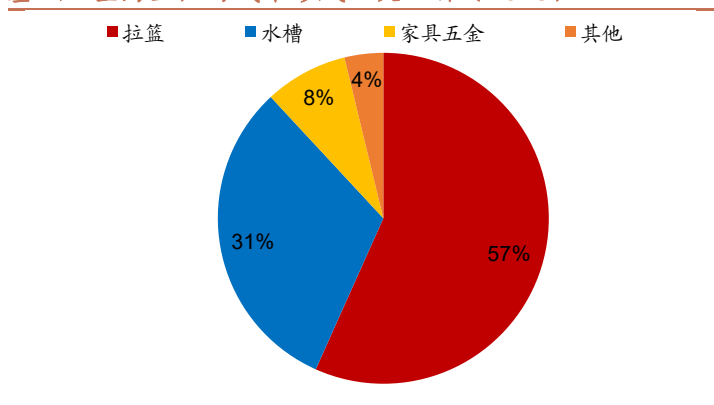
电商渠道主导线上渗透，面向 C 端打造流量入口放大品牌势能。2024 年公司电商收入 3.12 亿元，同比+24.67%，2025H1 业务收入 1.67 亿元/同比+32.35%。公司电商渠道以直销为主，在电商平台提供免费上门退换及 180 天退换服务，配合明星代言、小红书种草、直播带货等方式，强化高端性价比的品牌认知，提升 C 端消费者对悍高的信任度与复购意愿。同时，依托电商实时反馈数据，更快捕捉消费者对五金功能、外观设计、价格带的偏好变化，反向指导新品开发和爆款打造，对 SKU 众多、单品价值较小的家居五金开发发挥重要作用。

图 25: 公司电商 GMV 同比增长较快，抖音逐步放量(万元)



资料来源: 久谦、招商证券

图 26: 以天猫平台为例，公司销售产品以拉篮、水槽等非基础五金为主，与线下形成品类互补(2025)

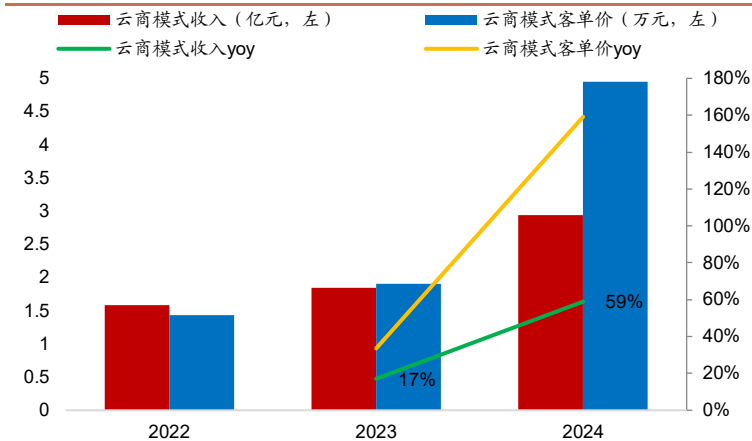


资料来源: 久谦、招商证券

云商模式纵深渗透低线/空白市场，降低服务小 B 客户和下沉空白市场成本。云商平台是公司自建的线上自营平台，针对三四线、县级及偏远区域，单独设立实体经销商成本过高的问题，重点覆盖无经销商入驻或经销渗透薄弱区域，客户通过云商系统下单，公司线下完成拣配，由客户自提或第三方物流配送，全流程实现数字化管理，更适配多批次、小批量、零散订单的特征。家居五金市场下游存在大量小型家具厂、橱衣柜门店订单分散且频繁，公司通过云商覆盖相对薄弱或空白区域的小 B 客户，避免与经销强势区域正面冲突的同时，实现了低线/空白市场的渗透。

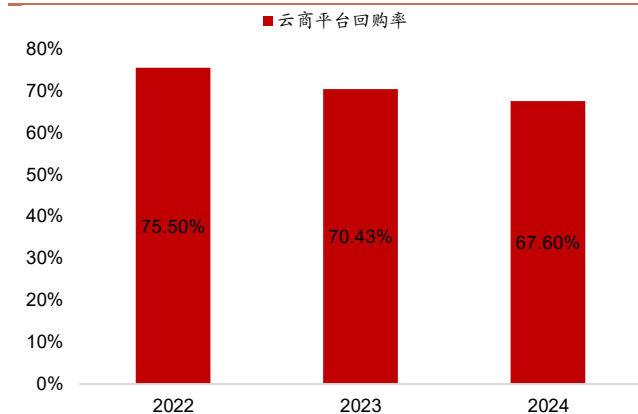
云商平台收入规模及客单大幅增长，回购率维持高位。2022-2024 年云商模式营业收入从 1.58 亿元增至 2.94 亿元，2024 年同比增速 58.92%，2025H1 同比增速进一步提升至 79.1%，2025H1 收入占比突破 10%提升至 12.84%，成为增量的重要来源。公司 2022 年下半年起实施“核心大客户”战略，针对资质好、规模大的云商客户给予政策倾斜与重点服务，拉高客单值，2022-2024 年客单价从 1.43 万元提升 2.5 倍至 4.95 万元，三年间回购率维持在 70%左右，2024 年小幅下降主要由于云商智慧门店业务扩张带来大量 C 端消费者客户，购买频次天然较低，摊薄了整体回购率，B 端客户的黏性仍然较强。

图 27: 公司云商规模及客单价维持较快增长



资料来源: 公司招股说明书、招商证券

图 28: 云商回购率维持在约 70% 高位



资料来源: 公司招股说明书、招商证券

### 三、盈利预测及投资建议:

收入端, 我们预计公司 2025-2027 年公司收入规模分别为 35.67/44.30/54.30 亿元, 同比分别增长 25%/24%/23%:

基础五金产品: 未来随着导轨等产品的新产能投放, 借助新增产能、自动化与自产率提升, 公司更好落实价格策略进行市场竞争, 销量有望进一步增长, 成本优势支撑毛利率提升, 我们预计 2025-2027 年基础五金产品收入规模分别为 16.92/22.64/29.02 亿元, 同比增速分别为 38.2%/33.8%/28.2%, 毛利率分别为 37.4%/38.9%/39.8%。

收纳五金产品: 依托精致收纳的消费倾向、公司旧改门店拓展以及公司上市后品牌效应强化, 我们预计 2025-2027 年收纳五金产品收入规模分别为 9.62/10.88/12.43 亿元, 同比增速分别为 12.2%/13.2%/14.2%, 毛利率分别为 40.8%/41.3%/41.8%;

厨卫五金产品: 与收纳五金相似, 厨卫五金作为公司潜力品类有望受益公司旧改门店拓展以及品牌势能释放, 作我们预计 2025-2027 年厨卫五金产品收入规模分别为 4.47/5.60/7.08 亿元, 同比增速分别为 23.6%/25.3%/26.5%, 毛利率分别为 32.0%/33.2%/34.1%;

户外家具产品: 作为出口导向业务, 有望受益全球户外家具景气度向好趋势, 伴随大客户拓展收入有望维持增长趋势, 我们预计 2025-2027 年户外家具产品收入规模分别为 2.89/3.21/3.60 亿元, 同比增速分别为 10.2%/11.1%/12.1%, 毛利率分别为 40.4%/41.0%/41.7%

**投资建议:** 公司作为家居基础五金领域的龙头, 凭借高端性价比定位和强大的渠道下沉能力, 持续实现业绩超预期增长。公司营业收入和归母净利润 2025Q1-Q3 同比增长 24.26%与 38%, 展现出较强的逆周期成长韧性。公司兼具市场扩张能力与成本控制优势, 渠道创新与新品类储备, 有望为公司提供新的增长动力, 看好公司长期发展, 我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 7.06/9.24/11.69 亿元, 对应 PE 估值为 33.2/25.4/20.0 x, 首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。

表 6: 悍高集团盈利预测

(百万元)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1620	2222	2857	3567	4430	5430
yoy	9.9%	37.1%	28.6%	24.9%	24.2%	22.6%
毛利率	31.7%	34.4%	35.8%	37.2%	38.3%	39.0%
yoy(pct)	0.6%	2.8%	1.4%	1.4%	1.0%	0.8%
<b>基础五金</b>	<b>446</b>	<b>783</b>	<b>1,224</b>	<b>1,692</b>	<b>2,264</b>	<b>2,902</b>
yoy	43.1%	75.6%	56.2%	38.2%	33.8%	28.2%
毛利率	26.7%	31.8%	35.4%	37.4%	38.9%	39.8%
yoy(pct)	5.4%	5.1%	3.6%	2.0%	1.5%	0.9%
<b>收纳五金</b>	<b>616</b>	<b>793</b>	<b>857</b>	<b>962</b>	<b>1,088</b>	<b>1,243</b>
yoy	2.0%	28.8%	8.1%	12.2%	13.2%	14.2%
毛利率	37.5%	40.4%	39.7%	40.8%	41.3%	41.8%
yoy(pct)	-0.2%	2.9%	-0.7%	1.1%	0.5%	0.6%
<b>厨卫五金</b>	<b>230</b>	<b>312</b>	<b>361</b>	<b>447</b>	<b>560</b>	<b>708</b>
yoy	2.1%	35.3%	15.9%	23.6%	25.3%	26.5%
毛利率	30.1%	29.5%	30.5%	32.0%	33.2%	34.1%
yoy(pct)	-2.3%	-0.6%	1.1%	1.5%	1.3%	0.8%
<b>户外家具</b>	<b>219</b>	<b>188</b>	<b>262</b>	<b>289</b>	<b>321</b>	<b>360</b>
yoy	-8.2%	-14.2%	39.7%	10.2%	11.1%	12.1%
毛利率	34.0%	39.9%	39.7%	40.4%	41.0%	41.7%
yoy(pct)	2.1%	5.9%	-0.2%	0.7%	0.6%	0.7%
<b>归母净利润</b>	<b>206</b>	<b>333</b>	<b>531</b>	<b>706</b>	<b>924</b>	<b>1169</b>
yoy	<b>25.1%</b>	<b>61.8%</b>	<b>59.7%</b>	<b>32.8%</b>	<b>30.8%</b>	<b>26.6%</b>

资料来源: 公司数据、招商证券

## 四、风险提示

- 1、原材料价格大幅波动将直接影响公司生产成本与盈利能力。若公司未能有效转嫁成本，将影响整体利润水平
- 2、经销商管理难度随规模扩张加大，若失控将影响公司市场形象和业绩达成。渠道变动或“异动”可能造成部分地区销量下降和团队不稳定
- 3、募集资金投资项目如若未达预期，可能拖累公司未来回报与经营业绩。产能扩张或新品研发失败将影响公司的成长性及市场竞争力
- 4、近年来行业同质化加剧，低价竞争现象突出，若未来市场竞争进一步加剧，可能导致公司产品价格和毛利率承压，影响业绩增长
- 5、公司下游需求主要来自建材家装市场，部分受房地产市场景气度影响。若房地产持续市场持续承压下行，将影响公司下游需求

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1031	1338	2956	3622	4505
现金	712	1007	1845	2416	3188
交易性投资	0	0	700	700	700
应收票据	15	16	20	24	30
应收款项	101	144	179	223	273
其它应收款	6	5	7	8	10
存货	173	136	166	203	245
其他	24	31	39	48	59
<b>非流动资产</b>	944	1162	1348	1514	1663
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	534	770	981	1169	1338
无形资产商誉	127	245	220	198	179
其他	282	147	147	146	146
<b>资产总计</b>	<b>1974</b>	<b>2500</b>	<b>4304</b>	<b>5136</b>	<b>6168</b>
<b>流动负债</b>	683	699	1286	1406	1546
短期借款	130	100	600	600	600
应付账款	363	395	483	589	713
预收账款	47	48	58	71	86
其他	143	156	145	146	147
<b>长期负债</b>	76	55	55	55	55
长期借款	0	0	0	0	0
其他	76	55	55	55	55
<b>负债合计</b>	<b>759</b>	<b>754</b>	<b>1341</b>	<b>1461</b>	<b>1601</b>
股本	360	360	400	400	400
资本公积金	128	128	599	599	599
留存收益	727	1258	1964	2676	3568
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1215	1746	2963	3675	4567
<b>负债及权益合计</b>	<b>1974</b>	<b>2500</b>	<b>4304</b>	<b>5136</b>	<b>6168</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	599	673	808	1049	1311
净利润	333	531	706	924	1169
折旧摊销	49	64	106	126	143
财务费用	7	4	(11)	(16)	(19)
投资收益	1	(0)	(13)	(9)	(11)
营运资金变动	200	81	20	25	29
其它	9	(6)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(238)	(330)	(979)	(282)	(280)
资本支出	(234)	(333)	(292)	(292)	(292)
其他投资	(4)	3	(687)	9	11
<b>筹资活动现金流</b>	2	(133)	1009	(196)	(258)
借款变动	13	(131)	488	0	0
普通股增加	0	0	40	0	0
资本公积增加	0	0	471	0	0
股利分配	0	0	0	(212)	(277)
其他	(11)	(2)	11	16	19
<b>现金净增加额</b>	<b>362</b>	<b>211</b>	<b>839</b>	<b>570</b>	<b>772</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	2222	2857	3567	4430	5430
营业成本	1457	1833	2240	2735	3310
营业税金及附加	14	24	30	37	46
营业费用	207	215	256	323	398
管理费用	77	101	143	155	191
研发费用	94	111	125	164	201
财务费用	(0)	(12)	(11)	(16)	(19)
资产减值损失	(3)	(7)	(4)	(4)	(5)
公允价值变动收益	(1)	0	(0)	(0)	(0)
其他收益	14	17	13	10	12
投资收益	(1)	0	0	0	(0)
<b>营业利润</b>	383	595	793	1036	1310
营业外收入	3	3	2	2	3
营业外支出	3	2	4	2	2
<b>利润总额</b>	383	596	791	1036	1311
所得税	50	64	86	112	142
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>333</b>	<b>531</b>	<b>706</b>	<b>924</b>	<b>1169</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	37%	29%	25%	24%	23%
营业利润	68%	55%	33%	31%	26%
归母净利润	62%	60%	33%	31%	27%
<b>获利能力</b>					
毛利率	34.4%	35.8%	37.2%	38.3%	39.0%
净利率	15.0%	18.6%	19.8%	20.9%	21.5%
ROE	31.7%	35.9%	30.0%	27.8%	28.4%
ROIC	28.6%	32.3%	25.7%	23.2%	24.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	38.5%	30.2%	31.2%	28.5%	26.0%
净负债比率	7.2%	4.5%	13.9%	11.7%	9.7%
流动比率	1.5	1.9	2.3	2.6	2.9
速动比率	1.3	1.7	2.2	2.4	2.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.3	1.3	1.0	0.9	1.0
存货周转率	9.0	11.9	14.8	14.8	14.8
应收账款周转率	19.5	20.7	19.9	19.9	19.8
应付账款周转率	4.9	4.8	5.1	5.1	5.1
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.83	1.33	1.76	2.31	2.92
每股经营净现金	1.50	1.68	2.02	2.62	3.28
每股净资产	3.04	4.37	7.41	9.19	11.42
每股股利	0.00	0.00	0.53	0.69	0.88
<b>估值比率</b>					
PE	70.4	44.1	33.2	25.4	20.0
PB	19.3	13.4	7.9	6.4	5.1
EV/EBITDA	54.6	36.2	26.1	20.2	16.1

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。