

# 悍高集团 (001221)

证券研究报告

2026年01月23日

## 质价比国产五金龙头，份额逆势向上

### 国产家居五金龙头构筑差异化品牌实力

公司主要从事家居五金的研发、设计、生产和销售，致力于为客户提供外观精致、用材考究、实用性强的家居收纳五金、基础五金、厨卫五金以及户外家具等产品。

2019-2024年公司营业收入CAGR为28.9%，归母净利润CAGR为59.4%，收入及业绩呈现逆势高速增长，主要系公司产品定位中高端，把握国际五金厂商减产空窗期，利用供应、渠道和价格等方面的优势积极承接订单，在国内市场的占有率逐步扩大。2025Q1-3公司实现营业收入24.97亿元，同比+24.26%，归母净利润4.83亿元，同比+38.07%。

### 家居五金行业：消费需求升维，供给格局重塑

需求端，根据《2024中国家具五金行业发展报告》，预计2024-2028年中国家具五金行业市场规模从2487.20亿元提升至3244.50亿元，我们预计消费需求升级、城镇化率提升、存量翻新需求增加等有望持续推动家居五金行业发展。

供给端，家居五金产品种类繁多、档次差异较大，大部分规模较小，市场整体较为零散；内资企业通过坚持研发与自主创新，涌现了以悍高为代表的本土品牌，相对于国际品牌其在价格、渠道等方面具备优势，产品结构逐渐向外资品牌主导的高端领域扩张，市场份额有望持续提升。

### 悍高具备品牌、渠道及生产规模化优势

凭借公司优质产品、服务以及全方位的品牌推广，“悍高”品牌已成为中国家居五金和户外家具市场知名品牌。产品方面，公司基础五金铰链等销售表现靓丽，规模优势奠定极致产品性价比基础，公司通过积极的调价策略进一步抢占市场份额；同时拓展厨卫五金及户外家具等迎合消费升级趋势。渠道方面，公司通过高盈利+高周转提升经销商加盟意愿，注重优质经销商培育及赋能服务能力提升，单商提货额从2022年的256万元提升至2024年的460万元；此外加大直销、云商、电商、出海等多元渠道布局。

### 盈利预测与投资评级

公司深化“智能制造+精益管理”双轮驱动战略，自产规模扩大有望持续摊低固定成本，为性价比产品打造及规模放量提供支点，有望持续抢占市场份额。我们预计25-27年公司归母净利润分别为7.2/9.2/11.7亿元，对应PE分别为38X/30X/24X，我们采用相对估值法，参考可比公司给予26年35-37倍PE，对应目标价81-85元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**房地产市场波动风险，原材料价格波动风险，经销商管理风险，经营业绩波动风险

### 投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	68.89元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	400.01
流通A股股本(百万股)	34.92
A股总市值(百万元)	27,556.69
流通A股市值(百万元)	2,405.96
每股净资产(元)	6.85
资产负债率(%)	35.65
一年内最高/最低(元)	120.00/44.90

### 作者

孙海洋 分析师  
SAC执业证书编号：S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

王涛 分析师  
SAC执业证书编号：S1110521010001  
wangtaoa@tfzq.com

鲍荣富 分析师  
SAC执业证书编号：S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

张彤 分析师  
SAC执业证书编号：S1110525100002  
zhangtong@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,221.91	2,856.77	3,557.49	4,395.37	5,413.33
增长率(%)	37.13	28.57	24.53	23.55	23.16
EBITDA(百万元)	511.52	743.66	863.06	1,092.64	1,371.70
归属母公司净利润(百万元)	332.70	531.37	719.74	922.66	1,168.83
增长率(%)	61.77	59.72	35.45	28.19	26.68
EPS(元/股)	0.92	1.48	1.80	2.31	2.92
市盈率(P/E)	74.54	46.67	38.29	29.87	23.58
市净率(P/B)	20.41	14.20	11.00	8.04	5.99
市销率(P/S)			7.75	6.27	5.09
EV/EBITDA	0.00	0.00	30.01	22.85	17.35

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 国产家居五金龙头构筑差异化品牌实力.....	3
2. 财务概览：业绩逆势成长，规模优势显著.....	4
3. 家居五金行业：消费需求升维，供给格局重塑.....	6
3.1. 消费升级+科技进步助力家居五金向中高端市场发展.....	6
3.2. 整装大家居时代，构建系统化家居五金解决方案.....	7
3.3. 行业格局分散，中高端内资品牌市场竞争力提升.....	8
4. 悍高具备品牌、渠道及生产规模化优势.....	9
4.1. 品牌：打造中国家居五金和户外家具市场知名品牌.....	9
4.2. 渠道：经销及云商加速渗透，电商强化品牌形象.....	9
4.3. 生产：具备规模化及数智化生产优势.....	9
5. 盈利预测与估值.....	10
6. 风险提示.....	11

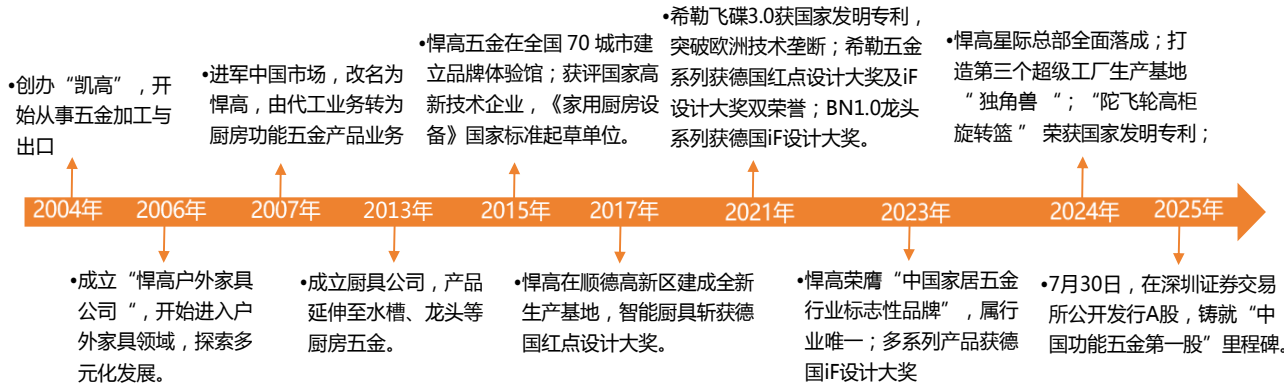
## 图表目录

图 1：公司发展历程.....	3
图 2：公司产品矩阵.....	3
图 3：公司股权结构图（截至 2025 年 9 月 30 日）.....	4
图 4：公司收入规模（百万元）及同比增速（%，右）.....	4
图 5：公司归母净利润规模（百万元）及同比增速（%，右）.....	4
图 6：公司分产品收入结构.....	5
图 7：公司分产品各项收入毛利率.....	5
图 8：公司分渠道收入结构.....	5
图 9：公司经销商数量及单商提货额.....	5
图 10：公司毛利率及净利率变化趋势（%）.....	6
图 11：公司各项费用率变化趋势（%）.....	6
图 12：基础五金销量（百万件）与单价（元/件）变化.....	6
图 13：基础五金自有产能（万件）及自产率变化.....	6
图 14：全国居民人均可支配收入、消费支出情况（元）.....	7
图 15：2019-2024 国内老旧小区改造情况（万套）.....	7
图 16：家具五金行业内主要企业情况.....	8
表 1：收入拆分及预测（百万元）.....	11
表 2：可比公司估值.....	11

## 1. 国产家居五金龙头构筑差异化品牌实力

公司创始于 2004 年，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，将多元化的原创设计与高品质产品有机融合，致力于为客户提供外观精致、用材考究、实用性强的家居收纳五金、基础五金、厨卫五金以及户外家具等产品。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

**产品场景多元，高度重视自有品牌发展。**公司的产品覆盖面广，下游应用场景广泛，包括厨房、浴室、卧室、餐厅、庭院等，公司通过经销和直销相结合、线上和线下相补充的方式在境内外开展产品销售，能够满足国内外客户的多元化需求，为公司的可持续发展奠定了良好的基础。

作为中国家居五金行业高端品牌，悍高品牌知名度及销售规模在国内一直处于领跑地位。公司加强自主品牌管理和品牌建设，形成清晰的品牌定位和品牌内涵，产品竞争力和品牌附加值得到显著提升。

图 2：公司产品矩阵

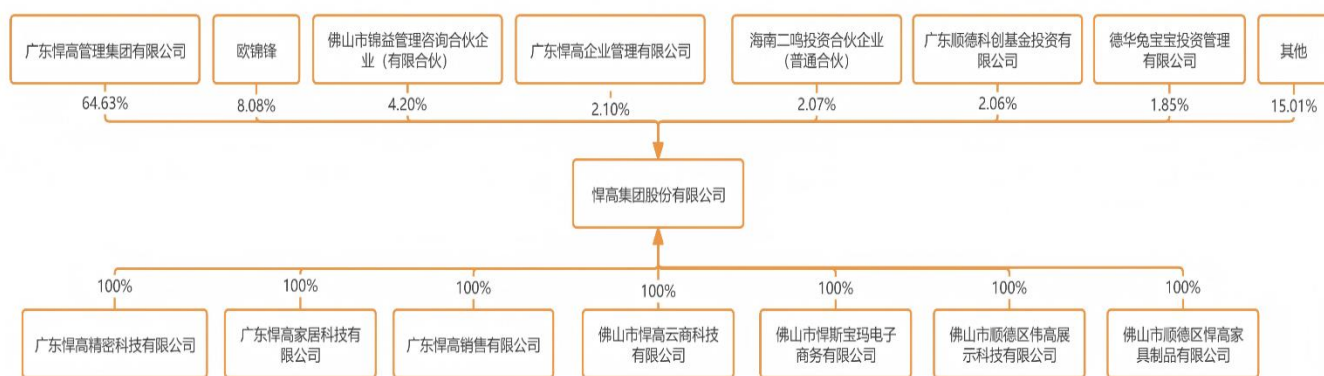
产品名称	产品图示	产品名称	产品图示
收纳五金		厨卫五金	
基础五金		户外家具	
		其他	

资料来源：公司报告，天风证券研究所

**股权结构集中，管理团队年轻&多元。**截至 2025 年 9 月 30 日，广东悍高管理集团有限公司为公司第一大股东，持股比例 64.63%，公司实控人&董事长欧锦锋直接持股比例 8.08%，欧锦锋及其一致行动人直接+间接持股比例合计 81%，公司股权结构较为集中。公司管理团队专业化、年轻化，董事长欧锦锋及其妹欧锦丽具备二十余年家居用品行业经验，核心

董事及高管在家居行业积累的销售及供应链经验可赋能公司长期成长。

图 3：公司股权结构图（截至 2025 年 9 月 30 日）



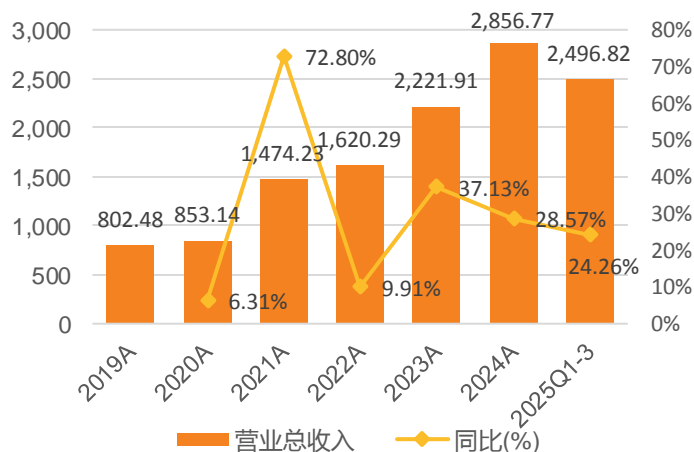
资料来源：同花顺，天风证券研究所

## 2. 财务概览：业绩逆势成长，规模优势显著

**营收及利润高增，市场份额逆势提升。**2019-2024 年公司营业收入从 8.02 亿元提升至 28.57 亿元，CAGR 为 28.9%，收入呈现逆势高速增长，主要系公司产品定位中高端，把握国际五金厂商减产空窗期，利用供应、渠道和价格等方面的优势积极承接订单，在国内市场的占有率逐步扩大。2019-2024 年公司归母净利润从 0.52 亿元提升至 5.31 亿元，CAGR 为 59.4%，伴随自有五金生产基地陆续投产，公司进一步提升智能制造水平，提高生产效率、保障产品质量，利润增长表现更优。

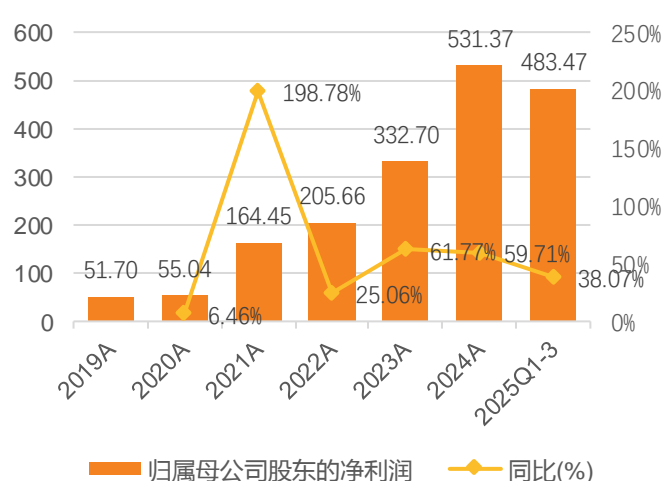
2025Q1-3 公司实现营业收入 24.97 亿元，同比+24.26%，归母净利润 4.83 亿元，同比+38.07%，公司持续聚焦家居五金及户外家具核心业务，深化“智能制造+精益管理”双轮驱动战略，凭借产品、渠道、制造的高效协同，推动主营业务继续高速增长。

图 4：公司收入规模（百万元）及同比增速（%，右）



资料来源：同花顺，天风证券研究所

图 5：公司归母净利润规模（百万元）及同比增速（%，右）



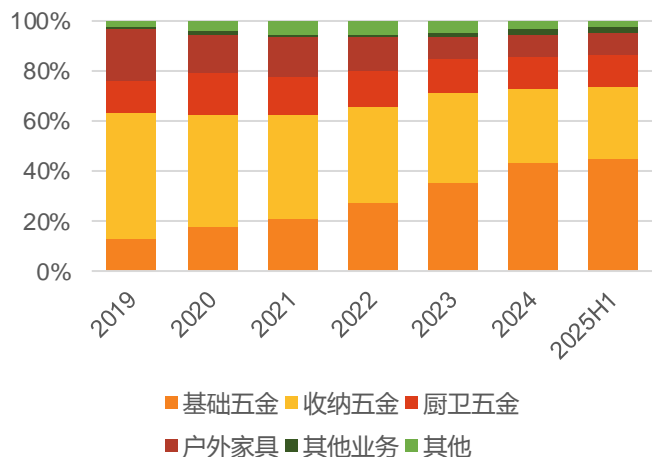
资料来源：同花顺，天风证券研究所

**分产品：基础五金放量显著，积极拓宽家居应用场景。**基础五金作为公司收入支柱，2019-2024 年收入从 1.0 亿提升至 12.2 亿，CAGR 为 64%，收入占比从 12.86% 提升至 42.84%，毛利率从 20.1% 提升至 35.4%；2025H1 收入同比增长 37.06%，收入占比达 44.95%，毛利率继续提升至 40.1%。销量及毛利率显著提升主要系：一方面，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了公司铰链以及导轨的销售；另一方面，在国外产能受限

的情形下，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，随着公司基础五金自产规模的提升，产品交付能力提高，加之调价策略的实施，推动产品销量显著提升。

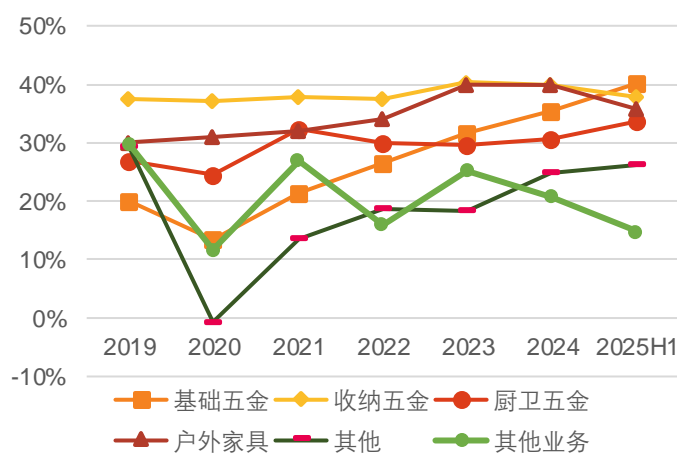
此外，公司收纳五金优势品类保持稳定增长，2019-2024 年收入 CAGR 为 16%，同时积极拓展厨卫五金及户外家具业务迎合消费升级趋势，产品结构持续优化。

图 6：公司分产品收入结构



资料来源：同花顺，天风证券研究所

图 7：公司分产品各项收入毛利率

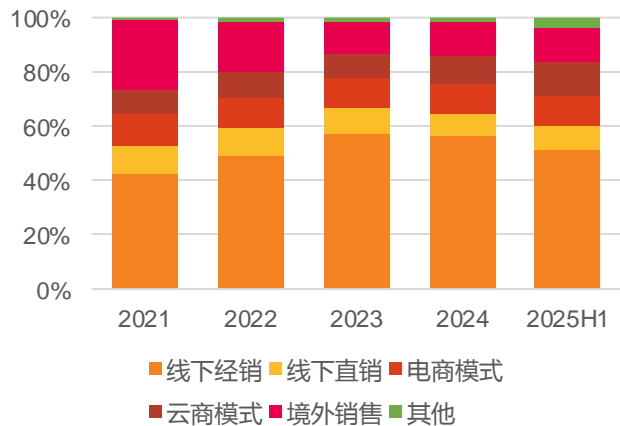


资料来源：同花顺，天风证券研究所

**分渠道：经销渠道收入占比过半，线上线下多元渠道同步拓展。**线下经销为公司最主要销售模式，2021-2024 年收入从 6.2 亿元提升至 16.1 亿元，CAGR 为 37%，收入占比从 42% 提升至 56%；公司持续拓展国内经销网络，注重培育优质经销商，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，加之悍高品牌影响力的不断提升，线下经销渠道增长表现良好；通过终端形象升级及线下服务能力赋能，经销商数量稳步增长，截至 2025 年 6 月末公司拥有 381 家经销商，单商提货额从 2022 年的 256 万元提升至 2024 年的 460 万元。

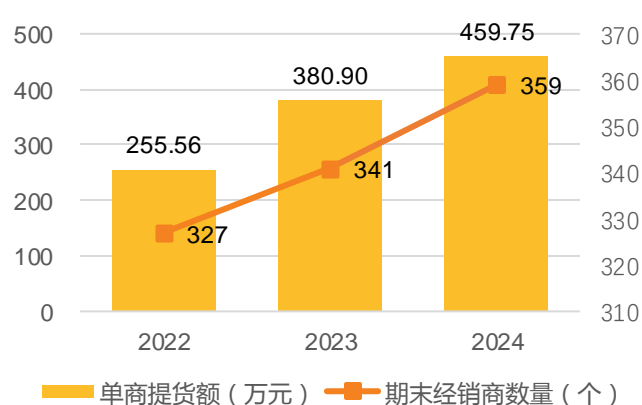
此外，公司渠道体系布局多元，线下直销渠道与多家大家居行业头部企业及品牌地产商深化合作关系，积极调整云商客户经营策略，通过畅销款产品加大线上渠道拓展力度，同步开拓海外市场等。

图 8：公司分渠道收入结构



资料来源：同花顺，天风证券研究所

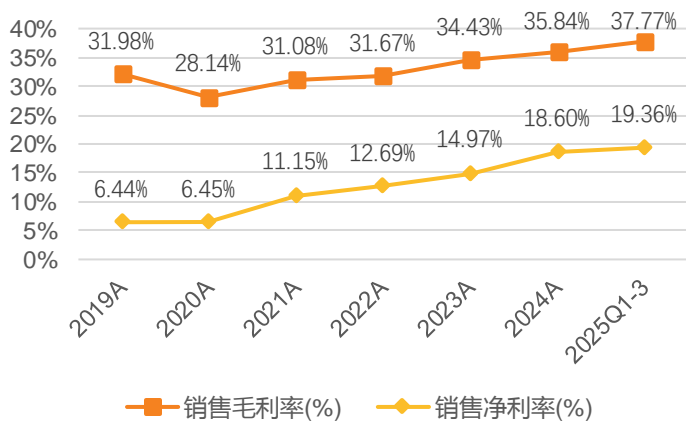
图 9：公司经销商数量及单商提货额



资料来源：同花顺，天风证券研究所

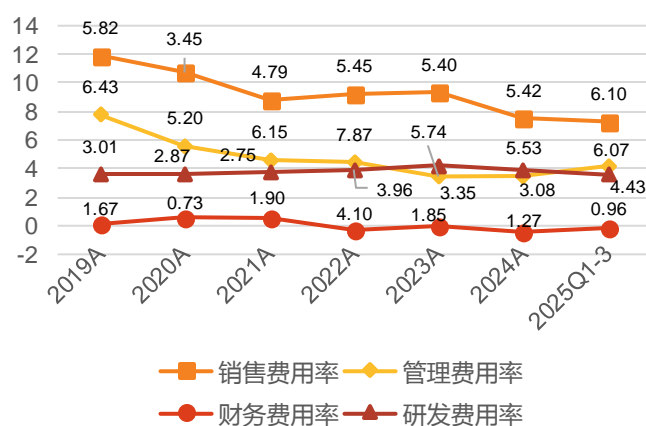
**规模优势成就极致产品性价比，盈利能力快速提升。**2019年-2025Q1-3公司综合毛利率从32%持续提升至37.8%，净利率从6.4%提升至19.4%，收入规模持续增长进一步摊薄了固定成本，加之基础五金自动化自产规模持续扩大带来规模优势，同时加强精细化管理、提效降费，多重因素助推公司盈利能力向上。此外，生产规模优势奠定公司极致产品性价比基础，2019-2024年基础五金总销量/单价CAGR分别为70.43%/-3.78%，公司通过积极的调价策略进一步拉动销量提升、抢占市场份额。

图 10：公司毛利率及净利率变化趋势（%）



资料来源：同花顺，天风证券研究所

图 11：公司各项费用率变化趋势（%）



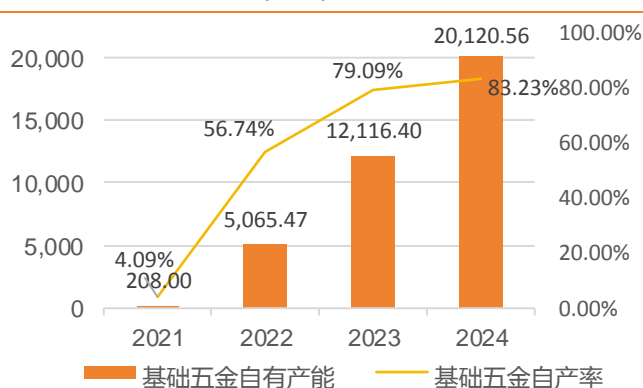
资料来源：同花顺，天风证券研究所

图 12：基础五金销量（百万件）与单价（元/件）变化

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
总收入	103.21	147.47	311.71	446.06	783.27	1223.80
收入yoy		42.87%	111.38%	43.10%	75.60%	56.24%
毛利率	20.06%	13.41%	21.30%	26.69%	31.79%	35.41%
总销量（百万件）	17.78	25.40	47.04	82.48	150.12	255.56
总销量yoy		42.92%	85.17%	75.34%	82.01%	70.23%
单价（元/件）	5.81	5.80	6.63	5.41	5.22	4.79
单价yoy		-0.03%	14.15%	-18.39%	-3.52%	-8.22%

资料来源：同花顺，天风证券研究所

图 13：基础五金自有产能（万件）及自产率变化



资料来源：同花顺，天风证券研究所

### 3. 家居五金行业：消费需求升维，供给格局重塑

#### 3.1. 消费升级+科技进步助力家居五金向中高端市场发展

**消费升级拉动中高端家居五金产品需求。**中国消费市场整体增长前景广阔，同时结构性变化也成为各消费产业发展的重要特征，其中，消费升级伴随着中国经济水平的增长和人们消费观念的变化，成为驱动行业变革的核心因素之一。伴随着居民收入水平的增长以及对精致生活的追求，更稳定的产品质量，更优质的产品材质和更时尚的设计元素已经成为消费决策的重要考量因素，而设计精美、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。因此，具有稳定质量以及时尚外观设计的中高端家居五金产品会日益受到消费者的青睐。

随着消费升级、产业发展以及行业标准完善，低端家居五金市场的发展遇到瓶颈，而处于中高端市场的家居五金企业，由于产品品质高，拥有原创设计，注重品牌的打造和营销，在消费升级、购买力提升的大环境下，逐渐替代原有低端产品，在行业中将具有更强的竞

争力和话语权。

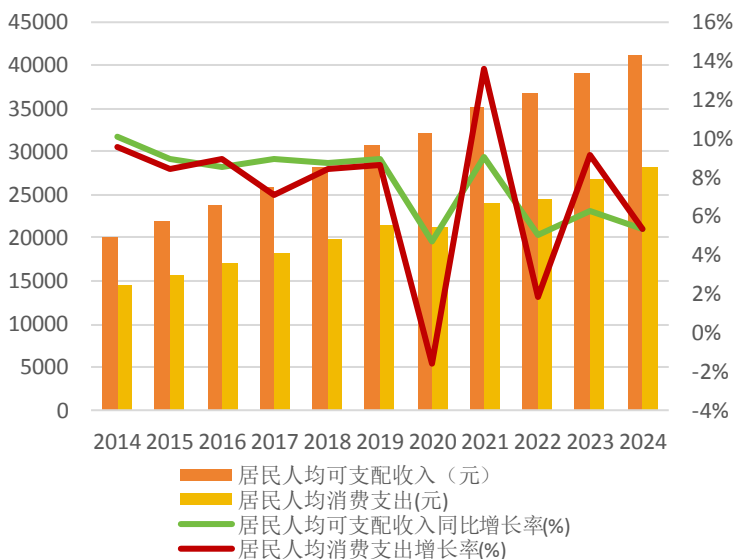
**科技进步带动家居五金的制造与应用智能化。**新一轮科技革命和产业变革推动了新一代信息技术和制造业深度融合发展，国家与各地区相继出台《“十四五”智能制造发展规划》和《国家智能制造标准体系建设指南》等支持性政策，构建了智能工业制造系统。随着智能装备、智能工厂、工业软件和人工智能等相关技术体系的开发与应用，**家居五金产品的生产制造也逐渐从劳动密集型生产转向智能化、自动化和信息化生产。**

智能化的家居五金是打造智能家居生态的重要一环，以往的传统五金件只具有单一功能或者装饰作用，随着行业智能化升级的转变，人性化以及互联互通的家居五金产品正不断的发展。其中，智能水槽、智能门锁和智能晾衣机的发展较为迅速；以往功能单一的传统水槽已发展为具有远程操控、自动清洗排水、超声波净化、烘干杀菌等功能的智能水槽；门锁已由传统的钥匙开锁、密码解锁，逐步拓展到指纹解锁、人脸识别解锁；晾衣机从传统的机械式操作，已发展为通过动力系统、控制系统、升降系统实现自动升降，并兼具照明、消毒、干衣等功能。未来，随着智能家居生态的完善，家居五金产品会加速向智能化方向发展。

**家居五金行业规模有望稳步增长。**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》，2022 年至 2024 年中国家具五金行业的市场规模分别为 2,093.60 亿元、2,261.10 亿元以及 2,487.20 亿元，呈稳步上升趋势，2028 年市场规模将达到 3,244.50 亿元，行业具有较大发展潜力。

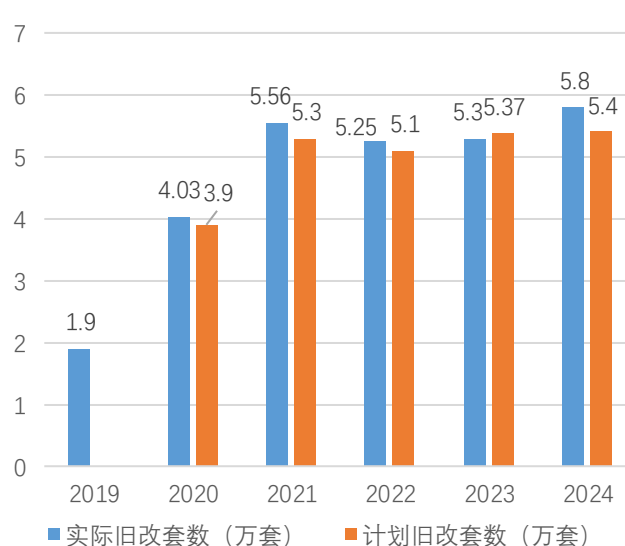
我们预计后续**消费需求升级**（2014-2024 年我国居民人均可支配收入、人均消费支出复合增速分别达 7.43%、6.89%）、**城镇化率提升**（2019-2024 年我国老旧小区改造数量从 1.9 万套增长至 5.8 万套）、**存量翻新需求增加**（根据《2023 中国家居装修行业发展研究报告》，普通家庭住宅装修周期在 8-10 年左右）等有望持续推动家居五金行业发展。

图 14：全国居民人均可支配收入、消费支出情况（元）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 15：2019-2024 国内老旧小区改造情况（万套）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

### 3.2. 整装大家居时代，构建系统化家居五金解决方案

**大家居时代具备系统化家居五金解决方案的企业有望提升竞争力。**当前随着人们生活节奏越来越快，家居行业的分工更加细化，大部分年轻人没有过多时间对家庭装饰的每个单品进行单独采购，而整装大家居模式可以很好的解决消费者这一痛点，整装大家居业务模式也得到迅速推广。与传统标准成品家具行业不同，消费者只需要选择自己喜欢的风格、品牌、颜色、尺寸等，其他环节可以由全屋定制家居企业或家装公司完成。

在此背景下，越来越多的五金产品生产和服务商开始注重“系统化解决方案”，围绕同一类家居产品或同一类生活场景提供系统化五金配套方案，配套产品既包括铰链、滑轨等基础五金，也包括拉篮、水槽、水龙头等收纳和厨卫五金。**系统化的家居五金解决方案有利**

于增强客户满意度并提升产品市场竞争力。

### 3.3. 行业格局分散，中高端内资品牌市场竞争力提升

行业格局分散，内资头部品牌凭借性价比优势抢占市场份额。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。

在中高端市场，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，以生产高品质、多样化的中高端家居五金产品为主。在家居五金行业，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，并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，并通过技术创新、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。

目前头部内资企业市占率仍较低，如悍高集团 2022-2024 年市占率（以销售额计）分别为 0.8%/1.0%/1.1%，随着行业标准的完善、劳动力成本的上升以及市场竞争的加剧，依靠低质低价竞争获取市场空间的无品牌、无自主研发能力、低附加值的家居五金企业将逐步被淘汰，行业逐步向标准化、品牌化方向发展，龙头企业的领军地位将会不断强化，市场集中度也伴随着行业洗牌的进程逐步提高。

图 16：家具五金行业内主要企业情况

序号	公司名称	基本情况
1	广东东泰五金精密制造有限公司	东泰五金成立于2004年，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，产品销往五十多个国家和地区，拥有“DTC”品牌。
2	广东图特精密五金科技股份有限公司	图特股份成立于2009年，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“TUTU图特”品牌。
3	广东星徽精密制造股份有限公司	星徽股份成立于1994年，并于2015年在深圳证券交易所挂牌上市，证券代码：300464。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“SH-ABC”品牌。
4	广东诺米家居智能科技有限公司	诺米家居成立于2005年，主要经营橱柜收纳五金、水槽、厨房龙头、衣柜收纳件等产品，销售网络覆盖全球一百多个国家和地区，拥有“NUOMI”品牌。
5	宁波欧琳厨具有限公司	宁波欧琳成立于1995年，主要经营水槽、花洒、拉篮、厨卫龙头、洗碗机、油烟机等产品，提供全屋定制解决方案，产品销往中国、美国、加拿大、澳大利亚、丹麦、俄罗斯、中东等70多个国家和地区，拥有“OULIN”品牌。
6	广东汇泰龙科技股份有限公司	汇泰龙成立于1996年，专门从事精品五金和智能门锁的研发、生产和销售，销售区域覆盖中国、美国、法国、日本、印度等多个国家和地区，拥有“HUTLON”品牌。
7	广州威万事家居股份有限公司	威万事成立于2005年，主要产品包括厨房五金、衣柜五金、卫浴五金、吧台五金四大类，主要销售地区为广东、江苏、上海等发达地区，拥有“威万事”、“迪思”、“屋仔”、“丽新珑”、“WELLMAX”等品牌。
8	Julius Blum GmbH (百隆)	百隆于1952年在奥地利成立，2002年进入中国，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”。
9	Hettich Holding GmbH&Co.oHG (海蒂诗)	海蒂诗于1888年在德国成立，主要产品包括铰链、滑轨、移门和折叠门配件、办公家具五金等，销售网络遍布全球。公司于1999年进入中国市场，深耕厨房、住宅、办公家具领域，主要品牌为“Hettich”。
10	Kesseböhmer GmbH (凯斯宝玛)	凯斯宝玛于1954年在德国成立，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“Kessebohmer”。

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

## 4. 悍高具备品牌、渠道及生产规模化优势

### 4.1. 品牌：打造中国家居五金和户外家具市场知名品牌

公司自成立之初便专注于家居五金和户外家具的研究，致力于研发和生产高品质的家居五金和户外家具产品，并针对市场需求变化和客户偏好变化持续迭代产品。凭借多年积累的丰富行业经验、优质的产品与服务，公司获得多项由相关政府部门和行业协会颁发奖项及荣誉。

在品牌传播方面，公司通过传统营销媒介和互联网推广的方式进行品牌宣传，以拉近与消费者的距离，加深消费者对公司品牌文化的认知。在传统营销媒介上，公司通过参与各类家具和建材博览会、在全国重点城市聚焦投放高速公路 T 牌或者公交车等户外广告、签约甄子丹为品牌代言人、设立悍高品牌体验店、在重点城市举办新品发布会等方式推广公司品牌；在互联网推广上，公司通过参与电商平台的各类推广活动，设立“8.8 超级品牌日”等方式，加大品牌传播力度。

凭借公司优质的产品、服务以及全方位的品牌推广，“悍高”品牌已成为中国家居五金和户外家具市场知名品牌，为公司的进一步发展壮大提供了坚实的基础。

### 4.2. 渠道：经销及云商加速渗透，电商强化品牌形象

公司主要通过线下经销、线下直销、电商以及云商渠道销往全国各地以及荷兰、加拿大、德国、沙特阿拉伯等超过 90 个国家和地区。

在经销模式下，经销商营销推广、服务质量、网络布局等因素对行业内企业业务开拓极为关键，但同时，搭建广泛、深入的经销网络体系需要人力的投放和管理经验累积，优质经销商与新进入企业开展合作的几率也较小。

经过公司多年来对营销网络的不断建设和完善，截至 2024 年底，国内经销网络已覆盖中国大陆 31 个省、自治区及直辖市，以及 191 个地级市，具有较强推广和服务能力的全国化经销网络已经初步搭建完成，同时公司不断开拓海外市场，经销网络覆盖了欧洲、北美、亚太、拉美等地区。依托日益壮大的优质经销商队伍，公司市场渗透能力和品牌影响力不断提升，近年来订单规模也呈现明显增长趋势。

在直销渠道上，欧派家居、现代筑美、金牌厨柜以及 ABYAT MEGASTORECO 等大客户重点关注供应商的整体规模、产品质量、品牌知名度、产品报价、交货时间等，小规模的新进企业通常因不符合上述各项要求无法与大客户开展合作。

公司紧跟住宅精装修和全装修、全屋定制和一站式采购的发展趋势，依托规模化制造、精细化管理和及时响应订单的优势，推出大客户服务战略，与多家大家居行业头部企业、品牌地产商以及国外大型零售商等取得合作关系，壮大公司直销渠道，通过承接大客户集中采购订单，加快公司市场份额的提升。

在电商和云商渠道上，只有具备专业线上运营能力和深远品牌影响力的企业，才能获取稳定的线上客户资源，而新进入的和专注于传统销售渠道的企业，通常难以在短时间内完成经验累积并顺利开拓线上渠道。

公司近二十年的品牌运营和积极的人才招纳，为渠道的拓展奠定了基础，公司自建云商平台，加速对主要城市偏远地区以及三、四线城市的市场下沉与拓展，云商业务覆盖区域超过 100 个地级市，同时在天猫、京东等主流电商平台开设直营店和授权经营店，开拓线上渠道。公司培养了专业的电子商务运营团队，通过互联网营销策划、线上品牌推广和直播带货、消费者服务等方式全面提升公司线上业务质量。通过线上拓展，公司触及传统线下渠道无法及时覆盖到的客户资源，扩大客户群体规模。

### 4.3. 生产：具备规模化及数智化生产优势

家居五金和户外家具通常具有繁杂的产品类别和样式，而行业内缺乏生产管理经验、信息

化程度低的企业往往难以在短时间内提高生产管理能力和去执行复杂生产计划。公司通过定制整体产线升级方案，引进先进的自动化设备以及对特定设备的定制化改造，实现多个生产工序自动化作业，缩短产品交货周期并且有利于保障产品质量稳定性，增强综合竞争力。

公司为满足多品类产品的生产管理需求，在引进智能化生产设备的基础上，将 ERP、MES、WMS、QMS、OA 等信息系统打通，实现生产人员和物料可视化管理，严格管控研发设计、生产制造、营销及服务的全流程体系。借助信息化、智能化生产线的订单跟踪、生产任务分配、物料领用、扫码报工、数据统计等功能，公司可以实时掌握各订单的生产状况，有利于生产管理人员进行设备、物料、人力等生产资源的调拨与追踪，大幅减少由于信息沟通不及时所产生的库存呆滞、排产不合理等问题，保证物料先进先出、排产合理有序、质量问题及时处理、准确装配出货订单，合理规划产能的利用，提高生产效率和物料运转速度，在满足市场多样化需求的同时通过快速响应提升公司客户体验。

公司在快速响应品类繁多的家居五金和户外家具产品生产需求时，对产品质量也高度重视，建立了一套覆盖产品设计、研发、生产、销售全流程的质量管理制度，对于检验不合格的成品、半成品，通过信息化系统及时上报，快速处理。并且，定期通过信息系统对产品生产问题进行总结分析，追溯问题根源，持续提升生产良率。

在具体执行上，品控、生产、研发、售后等多部门协同配合，确保从产品开发、物料管理到生产控制、包装出库等环节都能严格按照既有制度执行。凭借严格的质量管理和有效的质量控制措施，公司受邀参与多项行业标准的制订，公司完善的质量控制体系，为公司业务发展和良好品牌形象的树立提供保障，是公司核心竞争力的重要组成部分。

公司产品线丰富，涵盖收纳五金、厨卫五金、基础五金、户外家具以及其他家居五金产品，且各个产品线涵盖众多的产品种类和规格型号，公司凭借出色的生产设计水平，快速响应的生产管理能力和为客户提供一站式的全屋家居五金采购服务，降低客户通过多个供应商采购的繁琐性，满足其全屋五金需求，有利于深化客户关系并扩大合作范围。同时，完善的产品供应体系也有利于增强公司应对市场需求变化的能力，充分把握市场机遇。

## 5. 盈利预测与估值

**收入方面：**我们预计 25-27 年公司收入分别为 35.6/44.0/54.1 亿元，同比增长 24.5%/23.6%/23.2%，其中：

**基础五金：**公司把握外资产能受限机遇加大客户开拓，凭借大规模自动化生产优势，加之提供更具性价比的产品，销量预计稳步增长；我们预计 25-27 年收入分别为 17.0/22.6/29.3 亿元，分别同比+39.2%/+32.9%/+29.4%。

**收纳五金：**公司积极推出部分市场接受度较高的收纳五金新品，同时加大市场拓展力度，境内和境外的经销、直销等各个渠道实现的收纳五金销售收入均大幅增长；我们预计 25-27 年收入分别为 9.6/10.6/11.7 亿元，分别同比+11.7%/11%/10.2%。

**厨卫五金：**公司不断对现有产品进行更新换代，水槽产品的市场认可度提高，水槽及配套龙头销量增速较快；我们预计 25-27 年收入分别为 4.5/5.8/7.7 亿元，分别同比+25.3%/28.4%/32.5%。

**户外家具：**公司持续拓展境外市场，开发了部分规模较大的客户，同时积极维护与现有客户的关系，为客户提供具有品牌影响力、品质优异的中高端户外家具产品；我们预计 25-27 年收入分别为 2.9/3.2/3.5 亿元，分别同比+9.5%/10.4%/11.3%。

表 1：收入拆分及预测（百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,221.91	2,856.77	3,557.49	4,395.37	5,413.33
yoy	37.13%	28.57%	24.53%	23.55%	23.16%
毛利率	34.43%	35.84%	37.79%	38.46%	39.09%
<b>基础五金</b>					
营业收入	783.27	1,223.80	1703.53	2263.82	2928.47
yoy	75.60%	56.24%	39.2%	32.9%	29.4%
毛利率	31.79%	35.41%	40.00%	40.20%	40.50%
<b>收纳五金</b>					
营业收入	792.80	857.01	956.85	1061.74	1169.61
yoy	28.76%	8.10%	11.7%	11.0%	10.2%
毛利率	40.38%	39.72%	39.00%	40.00%	41.00%
<b>厨卫五金</b>					
营业收入	311.69	361.35	452.70	581.27	770.19
yoy	35.32%	15.93%	25.3%	28.4%	32.5%
毛利率	29.45%	30.50%	34.00%	35.00%	36.00%
<b>户外家具</b>					
营业收入	187.65	262.12	287.05	316.95	352.83
yoy	-14.15%	39.69%	9.5%	10.4%	11.3%
毛利率	39.92%	39.71%	36.00%	37.00%	38.00%
<b>其他</b>					
营业收入	110.50	97.00	82.45	74.21	70.50
yoy	26.25%	-12.22%	-15.0%	-10.0%	-5.0%
毛利率	18.21%	24.98%	26.00%	26.00%	26.00%

资料来源：同花顺，天风证券研究所

**利润方面：**公司深化“智能制造+精益管理”双轮驱动战略，自产规模扩大有望持续摊低固定成本，为性价比产品打造及规模放量提供支点，我们预计 25-27 年公司归母净利润分别为 7.2/9.2/11.7 亿元，对应 PE 分别为 38X/30X/24X。

**首次覆盖，给予“买入”评级。**我们采用相对估值法，选取具备相近五金业务结构的坚朗五金、积极发力零售市场的家装涂料龙头三棵树、卫浴业务多元发展的瑞尔特作为可比公司；可比公司 26 年平均 PE 为 36.6X，给予公司 26 年 35-37 倍 PE，对应目标价 81-85 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

股票代码	公司简称	PE		
		2025E	2026E	2027E
002791.SZ	坚朗五金	88.30	45.91	31.81
603737.SH	三棵树	42.29	33.37	27.15
002790.SZ	瑞尔特	37.26	30.63	26.35

资料来源：Wind，天风证券研究所；估值截至 2026 年 1 月 22 日收盘

## 6. 风险提示

**房地产市场波动风险。**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，公司所处行业将受到一定的影响。

**原材料价格波动风险。**铁型材、铝型材以及不锈钢价格受国内外经济形势、国家宏观调控政策及市场供求变动等因素的影响较大，若未来大宗原材料价格出现大幅波动，且公司不能采取措施将原材料上涨的压力向上游企业或下游企业转移，又或者在原材料价格下跌趋势中未能够做好存货管理，公司的经营业绩将受到不利影响。

**经销商管理风险。**最近三年，公司境内线下经销收入占主营业务收入的比例超过 50%，占比较高。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，有悖于公司品牌的经营宗旨，将会对公司的市场形象产生负面影响。同时，如果在合作协议到期时，经销商无法按计划完成业绩目标，公司的经营业绩将受到不利影响。

**经营业绩波动风险。**尽管报告期内公司经营业绩保持增长，若未来出现宏观经济形势变化、行业竞争加剧、上游原材料供应紧张或涨价、下游市场供应与需求变动、重要客户供应商与公司合作关系变动等对公司经营造成不利影响的变化，而公司未能采取有效应对措施，公司业绩增速或营收利润规模可能出现较大波动。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	712.11	1,006.52	2,194.63	3,023.34	4,167.55
应收票据及应收账款	116.42	159.20	180.74	234.38	270.86
预付账款	8.03	8.06	11.43	12.51	16.64
存货	173.06	135.88	223.37	201.95	297.78
其他	21.12	28.76	30.23	29.06	36.42
<b>流动资产合计</b>	<b>1,030.72</b>	<b>1,338.42</b>	<b>2,640.40</b>	<b>3,501.25</b>	<b>4,789.25</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	534.20	769.82	842.24	883.61	908.49
在建工程	202.70	84.07	108.07	123.07	133.07
无形资产	127.32	244.95	239.08	233.21	227.34
其他	79.39	63.16	67.81	63.36	65.59
<b>非流动资产合计</b>	<b>943.62</b>	<b>1,161.99</b>	<b>1,257.21</b>	<b>1,303.26</b>	<b>1,334.49</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,974.34</b>	<b>2,500.41</b>	<b>3,897.60</b>	<b>4,804.51</b>	<b>6,123.74</b>
短期借款	129.62	99.99	590.00	489.00	462.00
应付票据及应付账款	363.35	394.95	496.98	566.31	692.26
其他	189.88	204.18	238.77	260.07	308.85
<b>流动负债合计</b>	<b>682.85</b>	<b>699.12</b>	<b>1,325.75</b>	<b>1,315.38</b>	<b>1,463.11</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	76.34	54.90	65.62	60.26	62.94
<b>非流动负债合计</b>	<b>76.34</b>	<b>54.90</b>	<b>65.62</b>	<b>60.26</b>	<b>62.94</b>
<b>负债合计</b>	<b>759.19</b>	<b>754.02</b>	<b>1,391.37</b>	<b>1,375.64</b>	<b>1,526.05</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	360.00	360.00	400.01	400.01	400.01
资本公积	128.06	128.06	128.06	128.06	128.06
留存收益	727.10	1,258.47	1,978.21	2,900.87	4,069.70
其他	(0.00)	(0.14)	(0.05)	(0.06)	(0.08)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,215.15</b>	<b>1,746.39</b>	<b>2,506.23</b>	<b>3,428.87</b>	<b>4,597.69</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,974.34</b>	<b>2,500.41</b>	<b>3,897.60</b>	<b>4,804.51</b>	<b>6,123.74</b>

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	332.70	531.37	719.74	922.66	1,168.83
折旧摊销	48.50	63.67	79.44	85.49	90.99
财务费用	7.46	3.51	(9.75)	(12.07)	(13.32)
投资损失	0.85	(0.25)	0.09	0.23	0.02
营运资金变动	262.17	51.11	28.93	57.52	31.43
其它	(52.96)	23.99	(0.00)	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>598.72</b>	<b>673.40</b>	<b>818.44</b>	<b>1,053.83</b>	<b>1,277.96</b>
资本支出	249.50	316.64	159.28	141.36	117.32
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(487.94)	(646.34)	(329.37)	(277.59)	(237.34)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(238.44)</b>	<b>(329.70)</b>	<b>(170.09)</b>	<b>(136.23)</b>	<b>(120.02)</b>
债权融资	48.71	(17.19)	499.66	(88.87)	(13.71)
股权融资	(0.00)	(0.13)	40.10	(0.02)	(0.02)
其他	(46.71)	(115.52)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2.00</b>	<b>(132.85)</b>	<b>539.76</b>	<b>(88.89)</b>	<b>(13.73)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>362.28</b>	<b>210.85</b>	<b>1,188.11</b>	<b>828.71</b>	<b>1,144.21</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>2,221.91</b>	<b>2,856.77</b>	<b>3,557.49</b>	<b>4,395.37</b>	<b>5,413.33</b>
营业成本	1,456.86	1,832.96	2,229.84	2,734.19	3,331.51
营业税金及附加	14.02	24.06	24.85	31.82	40.86
销售费用	207.09	215.24	259.70	316.47	387.05
管理费用	76.72	100.85	128.07	156.04	194.34
研发费用	94.19	110.98	131.63	149.44	178.64
财务费用	(0.33)	(12.22)	(9.75)	(12.07)	(13.32)
资产/信用减值损失	(2.95)	(6.57)	(4.02)	(3.69)	(4.15)
公允价值变动收益	(0.61)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.85)	0.25	(0.09)	(0.23)	(0.02)
其他	14.12	16.60	15.36	15.36	15.77
<b>营业利润</b>	<b>383.08</b>	<b>595.19</b>	<b>804.41</b>	<b>1,030.93</b>	<b>1,305.84</b>
营业外收入	2.54	3.07	2.46	2.69	2.74
营业外支出	3.00	2.45	2.70	2.72	2.62
<b>利润总额</b>	<b>382.61</b>	<b>595.81</b>	<b>804.18</b>	<b>1,030.90</b>	<b>1,305.96</b>
所得税	49.91	64.44	84.44	108.24	137.13
<b>净利润</b>	<b>332.70</b>	<b>531.37</b>	<b>719.74</b>	<b>922.66</b>	<b>1,168.83</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>332.70</b>	<b>531.37</b>	<b>719.74</b>	<b>922.66</b>	<b>1,168.83</b>
每股收益(元)	0.92	1.48	1.80	2.31	2.92

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入	37.13%	28.57%	24.53%	23.55%	23.16%
营业利润	67.54%	55.37%	35.15%	28.16%	26.67%
归属于母公司净利润	61.77%	59.72%	35.45%	28.19%	26.68%
<b>获利能力</b>					
毛利率	34.43%	35.84%	37.32%	37.79%	38.46%
净利率	14.97%	18.60%	20.23%	20.99%	21.59%
ROE	27.38%	30.43%	28.72%	26.91%	25.42%
ROIC	61.65%	91.99%	90.16%	107.82%	137.19%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	38.45%	30.16%	35.70%	28.63%	24.92%
净负债率	-46.96%	-51.22%	-63.55%	-73.56%	-80.33%
流动比率	1.51	1.91	1.99	2.66	3.27
速动比率	1.26	1.72	1.82	2.51	3.07
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	19.45	20.73	20.93	21.18	21.43
存货周转率	13.75	18.49	19.81	20.67	21.67
总资产周转率	1.32	1.28	1.11	1.01	0.99
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.92	1.48	1.80	2.31	2.92
每股经营现金流	#DIV/0!	#DIV/0!	2.05	2.63	3.19
每股净资产	3.38	4.85	6.27	8.57	11.49
<b>估值比率</b>					
市盈率	74.54	46.67	38.29	29.87	23.58
市净率	20.41	14.20	11.00	8.04	5.99
EV/EBITDA	0.00	0.00	30.01	22.85	17.35
EV/EBIT	0.00	0.00	33.05	24.79	18.58

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com