



# 悍高集团 (001221.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## 五金龙头，高速进击

### 悍高集团：穿越地产周期的强 $\alpha$ ，仍在高速成长期

悍高集团创始于2004年，是国内家具五金行业龙头，产品体系包括收纳五金、基础五金、厨卫五金、户外家具等。2020-2024年收入/归母净利润 CAGR 分别为+35%/+76%，展现出穿越地产周期的强阿尔法，高盈利能力和高周转铸就 30%+ 的高 ROE。

### 700 亿市场，“金字塔型”格局分化明显

家具五金是家具产业的核心配套与价值提升环节。从需求端看，行业协会统计广义家具五金市场规模超 2000 亿元，我们测算狭义家居功能五金（公司核心业务）市场约 700 亿元，存量房翻新需求提供了稳定支撑。从供给端看，呈现“金字塔型”竞争格局，外资品牌主导高端，内资龙头凭借高质价比在中高端市场快速崛起并实现国产替代，大量中小企业则陷入低端红海竞争。龙头企业护城河源于“硬产品 $\times$ 强品牌 $\times$ 深渠道 $\times$ 高效率”形成的乘数效应。

### 高壁垒：五金龙头进击之路不易复制

公司打造护城河的路径不易复制。1) 品牌塑造：根植于独特的审美基因与一贯的美学坚持。不同于行业内大部分公司主攻基础五金，公司从品牌外露、设计感强的拉篮起家，坚持打造 C 端消费者有认知度的 B 端品牌。2024 年自主品牌销售占比预计超 90%；2) 渠道优势：公司已形成经销（57%）、电商（11%）、云商（11%）、直销（8%）及出口（13%）的多元立体渠道网络，不依赖单一客户或出口代工，经销商覆盖广度与深度行业领先。在家具消费场景日趋分散的趋势下，公司具备服务海量中小客户及处理复杂生意的能力；3) 极致制造：星际总部、六角大楼及在建的独角兽三大基地规划产值潜力超 60 亿元。近年产能重点投向基础五金，通过提升自产比例、推进全链条自动化、聚焦 SKU 打造爆品等策略，基础五金 2020-2024 年收入 CAGR+64%，毛利率攀升至 25H1 的 40%，成功实践了“高端性价比+高品质”的产品与定价策略。

### 盈利预测、估值和评级

基础五金在产能持续投放+爆款产品策略下仍在高速成长期，收纳五金依靠高端品牌调性维持高盈利，厨卫五金在 C 端新业态探索下打造第二增长曲线。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.5、10.0、13.1 亿元，当前股价对应 PE 为 36.1、27.3、20.8 倍，参考可比公司估值和公司的高成长性，给予 2026 年 30 倍 PE，对应目标价 74.76 元，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

行业竞争加剧；原材料价格波动；房地产行业波动；新业务拓展不及预期；限售股大额解禁的风险。

#### 建筑建材组

分析师：李阳 (执业 S1130524120003)

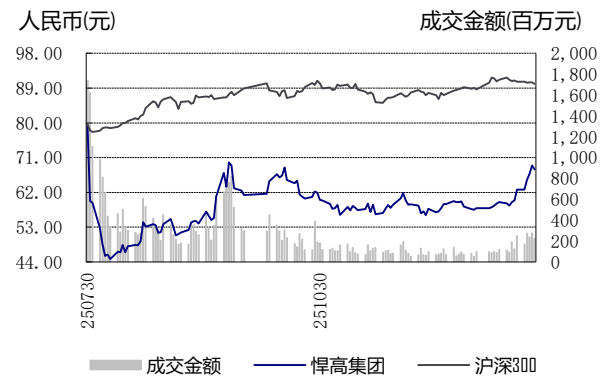
liyong10@gjzq.com.cn

分析师：陈伟豪 (执业 S1130524120006)

chenweihao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：67.95 元

目标价 (人民币)：74.76 元



#### 公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,222	2,857	3,617	4,704	6,167
营业收入增长率	37.13%	28.57%	26.61%	30.05%	31.11%
归母净利润(百万元)	333	531	752	997	1,309
归母净利润增长率	61.77%	59.72%	41.61%	32.48%	31.29%
摊薄每股收益(元)	0.924	1.476	1.881	2.492	3.272
每股经营性现金流净额	1.66	1.87	2.03	2.99	3.90
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.38%	30.43%	27.71%	30.08%	31.93%
P/E	0.00	0.00	36.12	27.27	20.77
P/B	0.00	0.00	10.01	8.20	6.63

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、悍高集团：仍在高速成长期，高盈利能力+高周转率铸就高回报	5
（一）发展历程：二十年精耕细作，铸就家居五金龙头	5
（二）股权结构：实控人持股比例高，员工持股激励充分	6
（三）财务分析：仍处于高速成长期，利润率持续提升	7
二、家具五金行业：硬产品×强品牌×深渠道×高效率，缺一不可	10
（一）需求端：家居功能五金行业规模约 700 亿元，存量翻新支撑总量稳定	10
（二）供给端：呈现“金字塔”型分化，内资龙头凭借高质性价比快速崛起	12
三、高壁垒：五金龙头进击之路不易复制	15
（一）品牌塑造：坚持做 C 端有认知的 B 端品牌	15
（二）渠道优势：经销+云商+电商+直销的多元化立体布局	17
（三）极致制造：智能制造集群与“爆款”产品策略的成本优势	20
四、盈利预测与投资建议	22
（一）盈利预测与关键假设	22
（二）投资建议与估值	23
五、风险提示	23

## 图表目录

图表 1：悍高集团发展历史及重要事件梳理	5
图表 2：悍高集团产品体系包括收纳五金、基础五金、厨卫五金、户外家具等	6
图表 3：悍高集团股权结构（截至 2026.01）	6
图表 4：2019-25Q3 公司营业收入及同比增速	7
图表 5：2019-25Q3 公司归母净利润及同比增速	7
图表 6：2019-25H1 公司分业务收入占比	7
图表 7：2020-25H1 公司分业务收入增速	7
图表 8：2019-25Q3 公司毛利率和净利率	8
图表 9：规模效应显现，基础五金的毛利率快速提升	8
图表 10：2019-25HQ3 公司期间费用率	8
图表 11：2019-2024 年人均创收变化（单位：万元/人）	8
图表 12：2019-25Q3 建材家居龙头毛利率对比	8
图表 13：2019-25Q3 建材家居龙头净利率对比	8
图表 14：2019-2024 年建材家居龙头资产周转率对比	9
图表 15：2019-2024 年建材家居龙头 ROE 对比	9
图表 16：2019-25Q3 公司杜邦分析	9



图表 17:	2019-2024 年公司资产负债率表现.....	9
图表 18:	2019-2024 年经营性现金流表现.....	9
图表 19:	家具五金行业相关产品分类.....	10
图表 20:	家具五金行业产业链图谱.....	10
图表 21:	2019-2028 年广义家具五金行业市场规模 (亿元).....	11
图表 22:	2017-2024 年定制家具行业市场规模 (亿元).....	11
图表 23:	头部定制家居品牌毛利率和原材料成本构成.....	12
图表 24:	2023 年中国城镇住宅结构.....	12
图表 25:	2020-2025 年家装市场结构 (单位: 万套).....	12
图表 26:	中国家具五金“金字塔型”竞争格局.....	13
图表 27:	原创设计打造家具五金产品的差异化.....	13
图表 28:	不同档次家具五金品牌的线上销售价格 (以铰链为例, 参考各品牌天猫旗舰店).....	14
图表 29:	定制家居企业 CR9 市场占有率变化.....	15
图表 30:	同产业链的兔宝宝来看, 家具厂渠道快速崛起.....	15
图表 31:	董事长欧锦锋先生兼具工业设计与市场营销的经验及海外视野.....	15
图表 32:	美斯系列衣柜五金横扫 2025 红点&iF 设计大奖.....	16
图表 33:	星际总部大楼由意大利 Pininfarina 团队设计.....	16
图表 34:	希勒飞碟 3.0 转角拉篮获得国家发明专利、打破欧洲品牌的技术垄断.....	16
图表 35:	悍高拉篮产品在主要电商平台 2022-2024 年连续三年销量第一.....	16
图表 36:	家具五金公司自主品牌销售占比对比.....	17
图表 37:	家具五金公司广宣费用对比 (单位: 万元).....	17
图表 38:	2019-25H1 公司渠道结构变化.....	18
图表 39:	2019-25H1 公司经销商数量及平均提货额.....	18
图表 40:	公司云商平台覆盖大量中小客户, 实现对下沉市场的有效覆盖.....	18
图表 41:	图特股份以直销和出口为主.....	18
图表 42:	炬森精密同样以直销和出口为主.....	18
图表 43:	家具五金公司经销商数量对比 (单位: 个).....	19
图表 44:	家具五金公司平均提货额对比 (单位: 万元).....	19
图表 45:	公司前五大客户收入占比低, 图特和炬森相对依赖直销大客户.....	19
图表 46:	悍高厨卫原创馆门店示例.....	20
图表 47:	悍高全屋收纳旧改店示例.....	20
图表 48:	基础五金产能投放后, 自产比例大幅提升.....	20
图表 49:	规模效应释放, 基础五金盈利能力快速攀升.....	20
图表 50:	2019-2024 年公司主营业务成本构成.....	21
图表 51:	公司率先实施制造体系全面数字化转型.....	21



图表 52: 悍高直接人工成本占比显著低于竞争对手 .....	21
图表 53: 悍高生产人员效率显著高于竞争对手 .....	21
图表 54: 公司分业务收入和毛利率拆分 .....	22
图表 55: 公司期间费用率假设 .....	23
图表 56: 可比公司估值 .....	23



## 一、悍高集团：仍在高速成长期，高盈利能力+高周转率铸就高回报

### （一）发展历程：二十年精耕细作，铸就家居五金龙头

悍高集团股份有限公司（HIGOLD GROUP），创始于2004年，是总部位于佛山的民营企业。从最初专注于厨房功能五金的研发制造，逐步拓展产品版图。2012年起，业务延伸至基础五金、户外家具等领域，构建起多元化产品矩阵。通过持续加大研发投入，引入先进生产设备与管理体系，公司实现从传统制造向智能制造的转型。当前已发展成为国内家居五金行业的领军企业，在国内外市场具备较高知名度与市场份额。2025年7月30日，公司在深交所主板上市，每股发行价格为15.43元，IPO募集资金总额6.2亿元，扣除发行费用后净募集资金5.1亿元，拟用于悍高智能家居五金自动化制造基地项目、悍高集团研发中心建设项目以及悍高集团信息化建设项目。

- 初创阶段（2004-2006年）：成立之初主要从事五金制品和户外家具的生产制造，初步掌握相关产品的生产流程和技术工艺，并通过参加行业大型展会和开拓海外市场，逐渐积累优质客户资源。
- 业务拓展阶段（2007-2018年）：房地产行业规模持续扩张，有效拉动家居用品、装修建材等关联行业需求加速释放，公司在此背景下迎来重要发展机遇期。（1）渠道维度，公司在国内与金牌厨柜、欧派家居等厨柜行业头部企业建立合作关系；同时布局线上，在多个电商平台开设店铺。同时积极参与国际展览会，销售区域已拓展至全球多个国家和地区。（2）产品维度，公司家居五金及户外家具品类不断丰富，各业务条线具备协同性，并伴产能扩张。（3）品牌维度，公司是国家家居五金标准起草单位，多次获全球权威评选认可，例如2025年悍高美斯系列衣柜荣获德国红点设计大奖。
- 升级发展阶段（2019年至今）：（1）渠道端，公司积极布局线上自营渠道，搭建“云商商城”平台，旨在深度渗透低线城市市场，进一步强化渠道网络优势。目前，公司已构建起“经销+直销”双轨并行、“线上+线下”协同互补的立体化营销体系，渠道覆盖能力持续增强。（2）产品端，公司以品类拓展为核心抓手，在收纳五金、基础五金等传统优势品类保持稳健增长的基础上，积极开拓门窗五金、晾晒五金等新品类，致力于为客户提供一站式家居五金综合解决方案。（3）生产端，公司持续推进生产基地建设，通过自动化升级与信息化改造双轮驱动，综合制造能力与生产效率得到显著优化，为业务规模扩张奠定坚实基础。

图表1：悍高集团发展历史及重要事件梳理

时间	重要事件梳理
2004	在杏坛南朗村租厂1500平方米创办“凯高”，开始从事五金加工与出口
2006	生产基地搬迁到杏坛东村，面积扩大至15000平方米。同年，开始进入户外家具领域，探索多元化发展
2007	由代工业务转型为厨房功能五金产品业务，由“凯高”改名为“悍高”，目标转向国内市场，自主品牌战略正式开启
2012	生产基地扩展至40000平方米，产品全球销售至56个国家和地区
2013	成立厨具公司，产品延伸至水槽、龙头等厨房五金
2015	在全国70个城市建立品牌体验馆，五金、家具产品销售至全球86个国家，在杏坛北水建成第二个功能五金生产基地
2016	高新区工厂正式奠基，品牌广告登陆美国纽约时代广场，在中国超百家城市设总代理
2017	在顺德高新区建成全新生产基地，建筑面积近20万平方米
2018	悍高星际总部正式奠基开建，户外家具逐渐延伸至户外烤炉、户外伞
2020	签约国际巨星甄子丹为品牌代言人，开启强强联合之旅
2021	星际总部顺利封顶。六角大楼101亩制造基地奠基，着力打造20万㎡的数字化超级工厂
2022	悍高集团调整战略发展目标：成为领先的世界级家居五金航母。六角大楼一号厂房顺利投产，成为家居五金行业效率与规模领先的智造基地。产品线逐渐由局部五金发展为全屋五金，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
2023	悍高荣膺“中国家居五金行业标志性品牌”，属行业唯一
2024	星际总部全面落成使用，拍得第三个生产基地107亩，打造第三个超级工厂生产基地，命名为“独角兽”。星际总部生产基地及六角大楼生产基地的现代化工厂已达40万平方米近3000名员工。
2025	首次公开发行人A股，正式登陆深主板。

来源：公司官网、国金证券研究所



公司产品类别主要包括收纳五金、基础五金、厨卫五金、户外家具四大系列。收纳五金产品种类众多，包括各类拉篮、收纳盒、置物架等，其中，主要产品为拉篮；基础五金包括铰链、导轨、骑马抽以及气撑等，其中，主要产品为铰链；厨卫五金包括水槽、水龙头以及各类卫浴产品等，其中，主要产品为水槽；户外家具包括沙发、椅子、餐台以及躺床等，其中，主要产品为沙发。凭借丰富的产品线布局、多元化的渠道网络以及持续积淀的品牌影响力，公司经营业绩实现快速增长。展望未来，随着新建生产基地的逐步投产释放产能，叠加消费者对中高端家居五金及户外家具的认知度与接受度不断提升，公司有望迎来新一轮高速发展机遇，持续巩固行业竞争优势。

图表2：悍高集团产品体系包括收纳五金、基础五金、厨卫五金、户外家具等

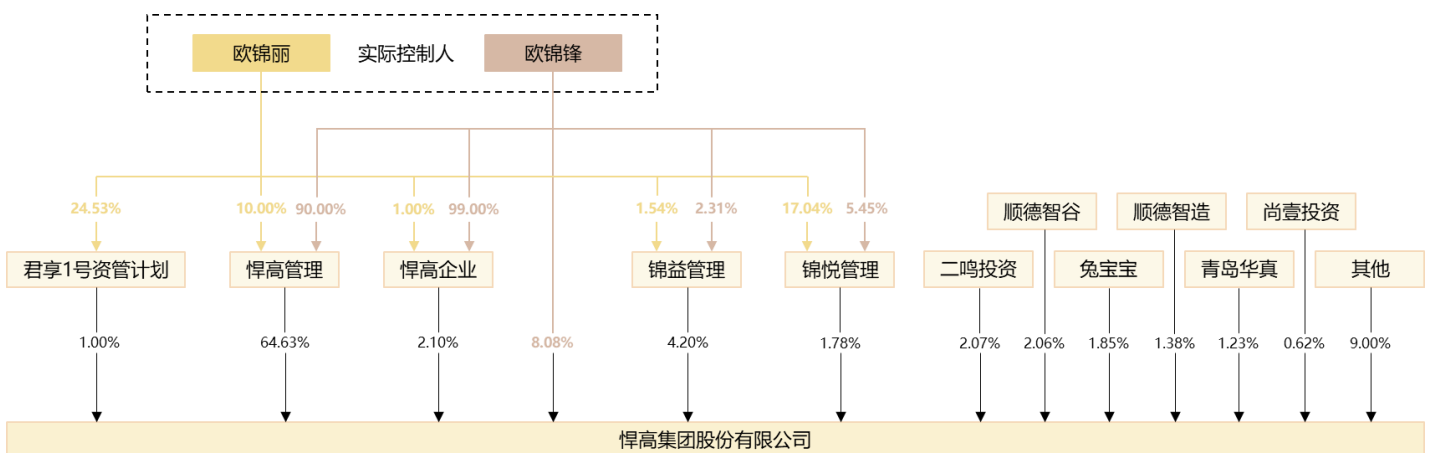


来源：公司官网、国金证券研究所

(二) 股权结构：实控人持股比例高，员工持股激励充分

根据上市公告书，欧锦锋与欧锦丽为兄妹关系，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，当前欧锦锋与欧锦丽直接和间接持有公司合计 82.02% 的股份，为公司的共同实际控制人。锦益管理、锦悦管理为公司 IPO 前的员工持股平台，激励对象涵盖孙国华（户外家具事业部总经理）、赵志仁（户外家具事业部副总经理）、蒋祖飞（五金电商事业部总经理）、汪宝春（功能五金事业部总经理）、余菊林（厨卫事业部总经理）、唐雅琼（营运总经理）等各事业部核心骨干。此外，公司高级管理人员与核心员工参与围绕 IPO 设立的专项资产管理计划——君享 1 号资管计划，合计 45 名核心骨干参与认购，员工持股共享公司成长红利。其余主要股东包括二鸣投资、顺德智谷、兔宝宝、顺德智造、青岛华真、尚壹投资等专业投资机构。

图表3：悍高集团股权结构（截至 2026.01）



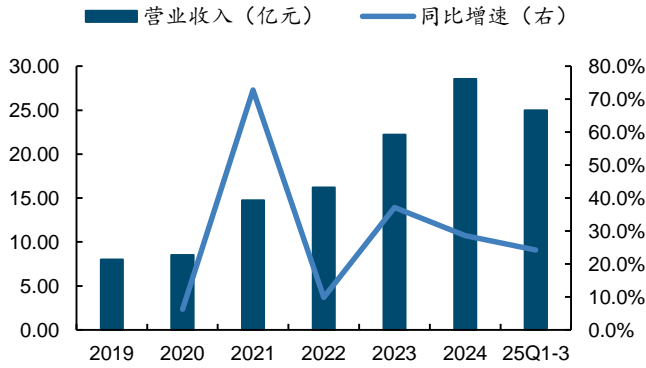
来源：上市公告书、Wind、国金证券研究所



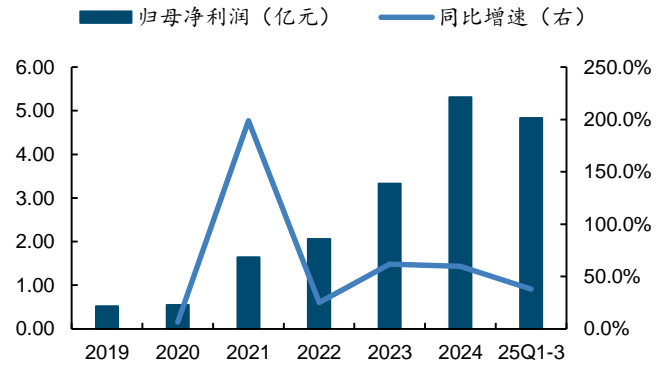
**(三) 财务分析：仍处于高速成长期，利润率持续提升**

**收入利润逆势高增，穿越地产周期的强“阿尔法”。**回溯公司 2021 年以来的经营表现，面对房地产红利消退、建材家居行业整体承压的宏观环境，公司展现出了很强的经营韧性与成长爆发力。通过成功实现从收纳五金向基础五金的品类延伸，并持续推进全渠道渗透，2020-2024 年公司营业收入、归母净利润的年复合增长率分别为+35.3%、+76.3%，盈利增速显著高于营收，经营杠杆持续释放；当前公司业绩仍处于快速增长通道，25Q1-3 实现营业收入 24.97 亿元，同比+24.3%，归母净利润 4.83 亿元，同比+38.1%，印证其成长逻辑的持续兑现与业务模式的强劲竞争力。

图表4：2019-25Q3 公司营业收入及同比增速



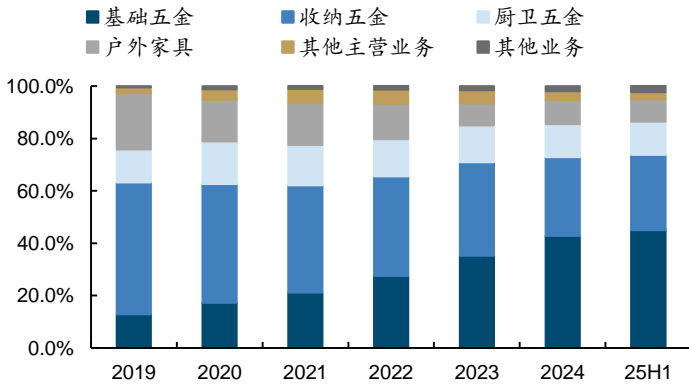
图表5：2019-25Q3 公司归母净利润及同比增速



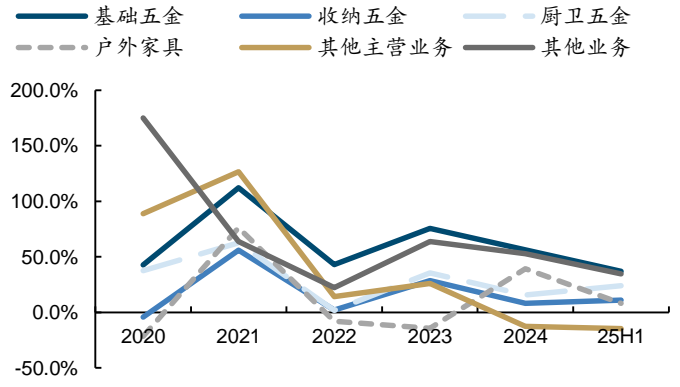
来源：公司财报及招股说明书、Wind、国金证券研究所

来源：公司财报及招股说明书、Wind、国金证券研究所

图表6：2019-25H1 公司分业务收入占比



图表7：2020-25H1 公司分业务收入增速



来源：公司财报及招股说明书、Wind、国金证券研究所

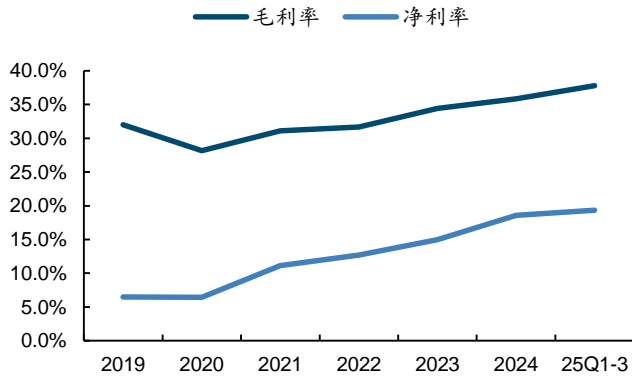
来源：公司财报及招股说明书、Wind、国金证券研究所

毛利率稳步提升，背后是规模效应与制造升级共同作用的结果。公司综合毛利率由 2020 年的 28.1% 稳步提升至 25Q1-3 的 37.8%，其中基础五金品类毛利率由 2020 年的 13.4% 提升至 25H1 的 40.1%。随着业务体量快速扩大，收入增长有效摊薄了固定成本；同时，公司持续扩大自动化产线布局、聚焦 SKU 打造爆品，在基础五金等核心品类上提高自产比例，逐步摆脱对外部 OEM 的依赖。这不仅加强了对产品品质的控制力，也通过工艺优化与效率改进，持续降低单位生产成本。此外，主要原材料不锈钢、铁型材等的采购价格下降，对毛利率提升也有积极贡献。

**人效持续提升带来费用率优化。**公司期间费用率从 2019 年的 23.5% 降至 25Q1-3 的 14.8%，主要因销售与管理费用率下降。其中，销售费用率从 11.9% 降至 7.3%，管理费用率从 7.8% 降至 4.2%。细项中最明显的是员工薪酬费率的下降，实质反映人效的大幅提升——人均创收从 2019 年的 50 万元增至 2024 年的 98 万元，销售人均创收的增幅更明显。我们认为，这跟公司以线下经销为主的商业模式有关，通过绑定并赋能一批高质量、大体量的核心经销商，辐射大量的中小家具厂（小 B 客户），进而间接触达海量的终端消费者。近年来，公司经销商总数小幅增长，但单体平均提货额大幅增长，使得公司在前端销售人员配置及市场推广上的投入得以维持在相对稳定的水平，后续渠道维护成本较低。

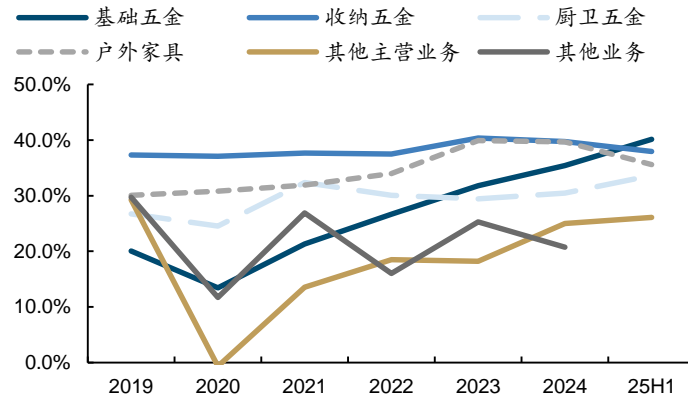


图表8: 2019-25Q3 公司毛利率和净利率



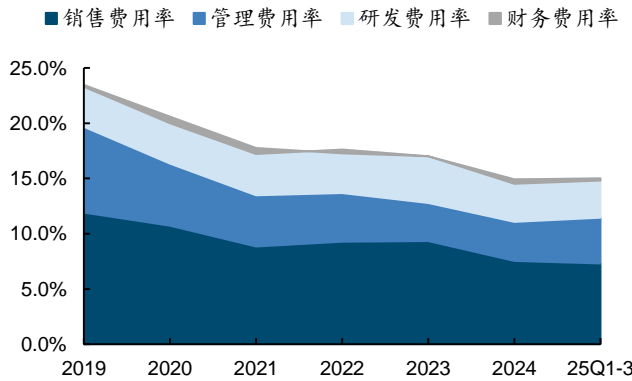
来源: 公司财报及招股说明书、Wind、国金证券研究所

图表9: 规模效应显现, 基础五金的毛利率快速提升



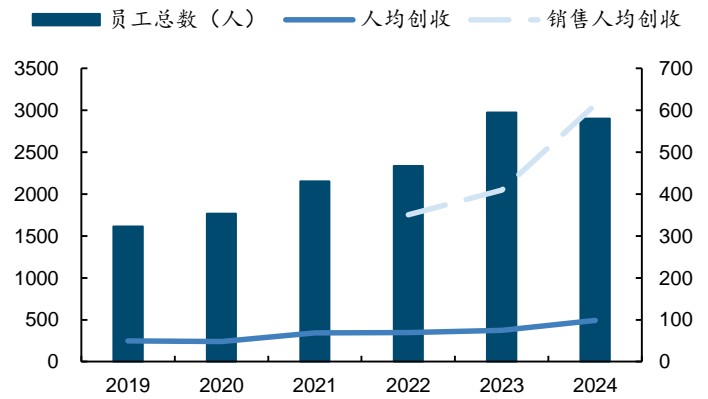
来源: 公司财报及招股说明书、Wind、国金证券研究所

图表10: 2019-25HQ3 公司期间费用率



来源: 公司财报及招股说明书、Wind、国金证券研究所

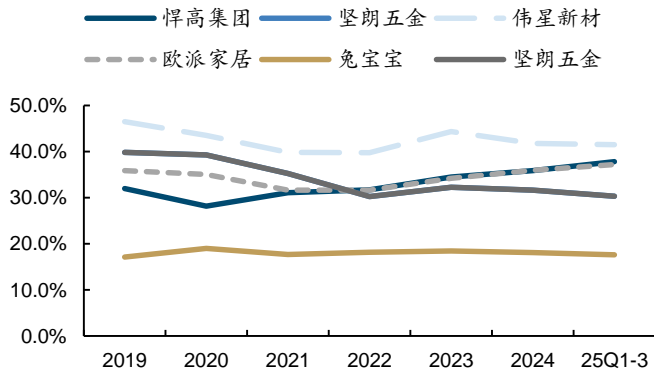
图表11: 2019-2024 年人均创收变化 (单位: 万元/人)



来源: 公司财报及招股说明书、Wind、国金证券研究所

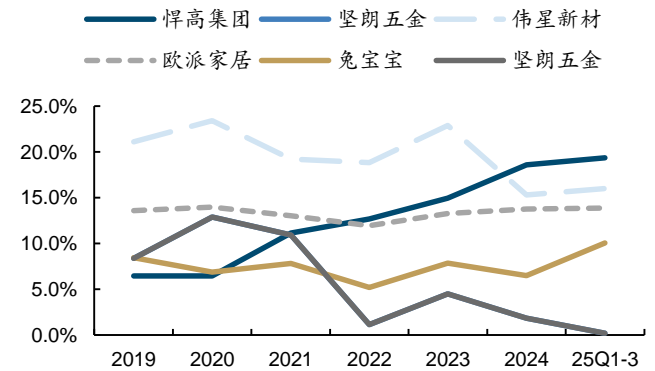
**高盈利能力+高周转率的结合, ROE 表现亮眼。**公司 ROE 从 2019 年的 26.5% 提升至 2024 年的 35.9%, 经营杠杆释放带来的净利率提升, 是过去几年 ROE 上行的主要驱动力。与其他建材家居龙头相比, 公司不仅盈利能力表现领先, 还兼具优秀的资产周转效率。一方面, 家具五金品类本身生产环节相对较轻, 固定资产与资本开支较为可控; 另一方面, 公司通过聚焦标准化爆品 SKU、严格管理渠道库存与授信政策, 并规避回款周期长的工程客户, 使得存货与应收账款的周转保持在较快水平。此外, 公司规模扩张主要依靠盈利积累与渠道网络的内生增长, 财务杠杆保持稳健, 从而确保了高 ROE 的可持续性与质量。

图表12: 2019-25Q3 建材家居龙头毛利率对比



来源: Wind、国金证券研究所

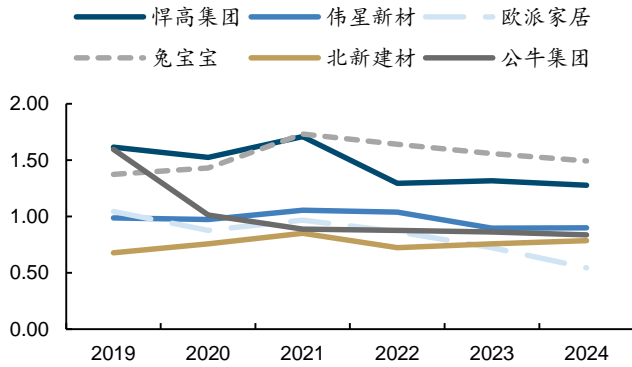
图表13: 2019-25Q3 建材家居龙头净利率对比



来源: Wind、国金证券研究所

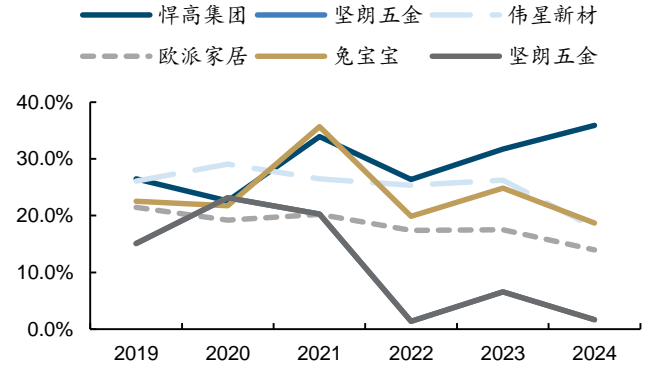


图表14：2019-2024年建材家居龙头资产周转率对比



来源：Wind、国金证券研究所

图表15：2019-2024年建材家居龙头ROE对比



来源：Wind、国金证券研究所

图表16：2019-25Q3公司杜邦分析

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1-3
ROE	26.5%	22.6%	33.9%	26.4%	31.7%	35.9%	21.6%
净利率	6.5%	6.4%	11.1%	12.7%	15.0%	18.6%	19.4%
资产周转率(次)	1.62	1.53	1.71	1.29	1.32	1.28	0.74
权益乘数		2.29	1.78	1.61	1.61	1.51	1.51

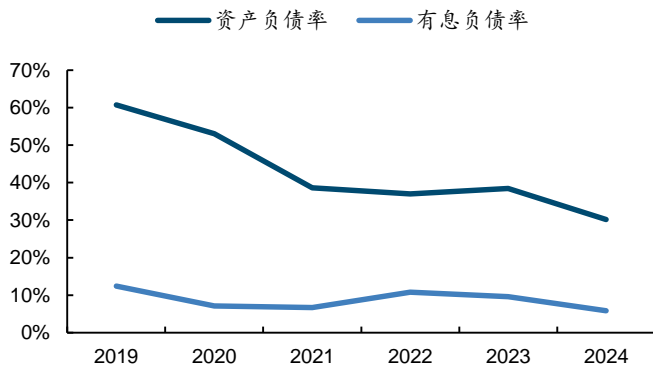
来源：公司财报及招股说明书、Wind、国金证券研究所

注：25Q1-3的各项数据没有做年化处理

**资产负债结构稳健，只做现金生意。**公司的资产负债结构演变与其成长阶段有关，前期资产负债率较高，主要系2018年启动星际总部基地建设，相对于当时公司的收入体量而言，星际总部基地的资本开支较大，形成了阶段性杠杆。随着公司收入规模与盈利能力的持续提升，内部资本积累不断增厚净资产，当前资产负债率已显著回落并保持在健康区间。与此同时，以线下经销为核心的渠道模式，保障了公司稳健的现金流表现，经营性现金流与利润增长基本匹配，盈利质量高。

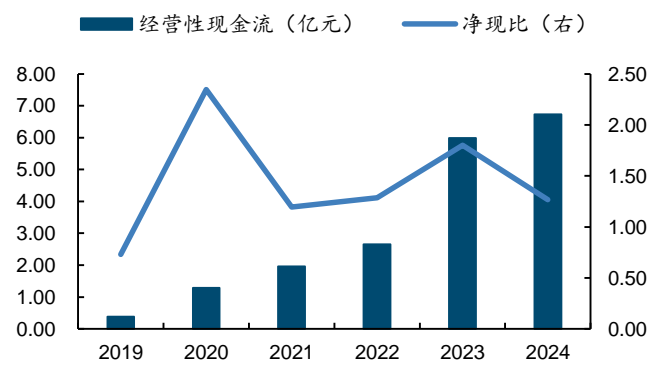
这为公司持续回报股东提供了坚实基础。根据公司公告，2025年前三季度已实施现金分红1.44亿元，股利支付率达30%；并承诺在满足条件的情况下，2025-2027年原则上每年进行不少于两次现金分红，且每年现金分红比例不低于当年实现可分配利润的30%。

图表17：2019-2024年公司资产负债率表现



来源：公司财报及招股说明书、Wind、国金证券研究所

图表18：2019-2024年经营性现金流表现



来源：公司财报及招股说明书、Wind、国金证券研究所



## 二、家具五金行业：硬产品×强品牌×深渠道×高效率，缺一不可

家具五金是指在家具制造、装配与使用过程中，为实现结构性连接、基础功能实现及空间收纳优化等目的，所使用的各类金属或合金材质配件及制品。作为家具产业的核心配套与价值提升环节，五金配件决定家具产品的结构稳定性、功能丰富性、使用耐久性及外观精致度，是衡量家具品质与附加值的关键指标。不同家具品类对五金的需求有差异，软体家具（床、沙发等）等主要应用基础五金，如脚码、升降器、伸缩滑轨等，而柜类家具（衣柜、橱柜等）是五金应用的主力与前沿领域，全面涵盖基础、功能与收纳五金。

从行业产业链来看，上游主要负责提供基础的金属材料（钢材、铝材、合金）和塑料等原材料。进入中游制造环节后，原材料需经过切割、冲压、抛光等工艺加工成零部件，随后进行组装和装配；此环节中，领先企业已实现自动化并向智能化过渡，但表面处理（如电镀、喷粉）环节因环保要求，大多外包给有专业资质的工厂。完成严格的质量检测和包装后，成品进入下游销售环节，通过直销、批发和电商等渠道，最终送达家具生产企业工厂，同时提供安装指导和维修保养等售后服务。

图表19：家具五金行业相关产品分类

分类	核心功能	主要产品举例	应用场景
基础五金	实现家具主体结构连接、固定、支撑与启闭，是保障家具物理稳定性和安全性的基石。	铰链（合页）、连接件（螺丝、螺母）、滑轨（导轨）、吊码、拉手、脚码（沙发脚、床脚）、阻尼器等。	普遍应用于所有家具品类，是各类柜体、桌椅、床架的核心基础件。
功能五金	为家具赋予特定机械运动或扩展功能，提升家具的智能化、人性化与场景适应能力。	移门五金系统、升降器（用于升降桌、柜）、反弹器（无拉手开门）、拉直器（用于门板）、折叠五金、电动推杆等。	常见于功能性家具，如系统衣柜、现代橱柜、升降桌、折叠床等。
收纳五金	专用于优化家具内部空间规划与物品存储效率，实现收纳的系统化与精细化。	拉篮、调味篮、抽屉系统、挂衣杆、裤架、领带架、储物盒、置物架等。	主要应用于定制衣柜、橱柜、浴室柜、储物系统等收纳类家具。

来源：中国五金制品协会、招股说明书、国金证券研究所

图表20：家具五金行业产业链图谱



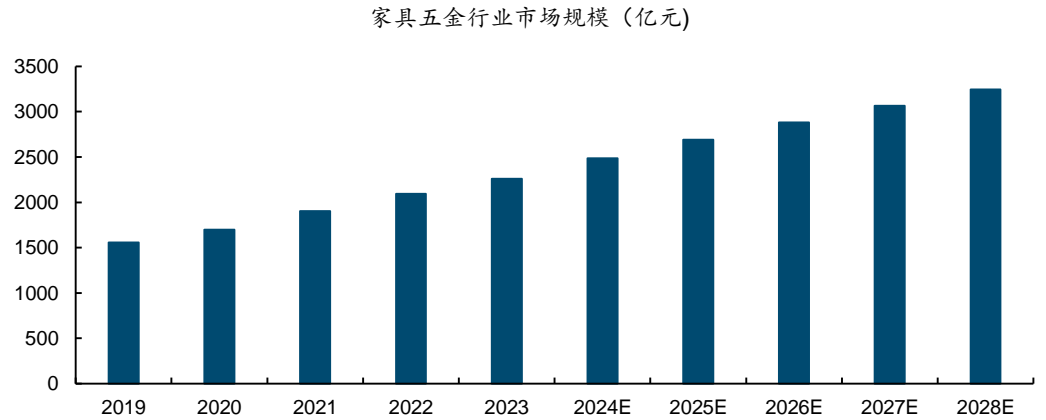
来源：中国五金制品协会、国金证券研究所

### （一）需求端：家居功能五金行业规模约 700 亿元，存量翻新支撑总量稳定

行业协会统计的广义家具五金市场规模超过 2000 亿元。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》，2023 年行业市场规模已达 2261.1 亿元，协会预计 2024-2028 年 CAGR 为+7.6%，至 2028 年有望达到 3244.5 亿元。从协会对家具五金的定义来看，其统计口径偏广义，产品端涵盖铰链、滑轨、拉篮等家居功能五金，以及螺丝、螺母等五金连接件，应用场景基本覆盖家具全品类，不仅包括衣柜、橱柜等柜类家具，还包括床、沙发等软体家具。除了内需以外，家具五金还有部分出口需求，2022 年产品贸易出口额突破 300 亿元，2019-2022 年 CAGR 约+10%，美国、欧洲、日本为主要出口地。



图表21：2019-2028年广义家具五金行业市场规模（亿元）

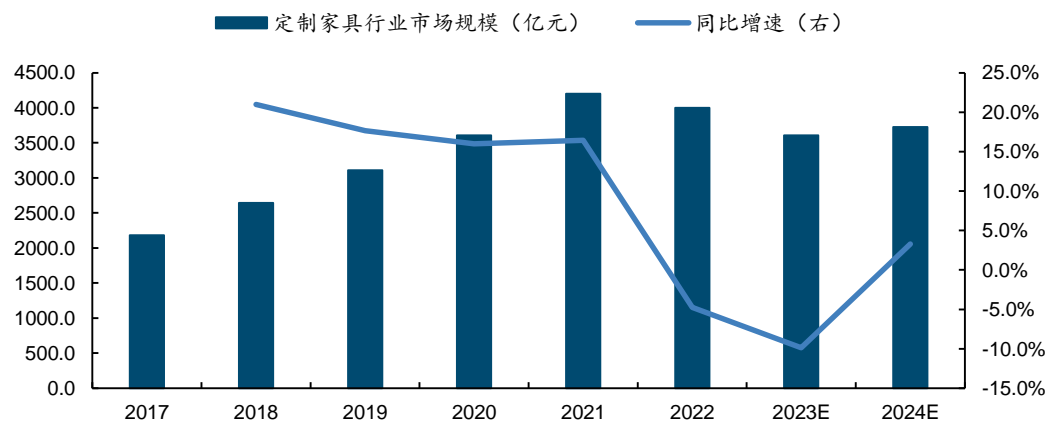


来源：中国五金制品协会、国金证券研究所

我们测算狭义家具五金（即家居功能五金）的市场规模约700亿元。公司核心业务聚焦于家居功能五金，系指单独或与板材、配件等共同发挥收纳置物、连接转动、蓄水等功能的产品，涵盖铰链、滑轨、拉篮、厨房水槽等。国内主要产区集中在珠三角和长三角，其中顺德与揭阳已形成家居五金产业集群。根据广州日报及揭阳工信局，2022年顺德勒流规模以上五金企业产值达142亿元，揭阳五金制造企业年产值超过250亿元，两大核心产区的产值规模约400亿元，考虑到其他产区贡献，全行业规模必然高于此数值。

- 测算逻辑一：基于定制家居出厂规模的成本拆解法。我们采用“定制家居全行业出厂规模\*(1-家具厂毛利率)\*直接材料占比\*五金配件在材料中的占比”的公式，对狭义家具五金市场规模进行测算。参考玛格家居招股说明书，2022年定制家具行业出厂规模约4000亿元。梳理头部定制家居公司最新财报，平均毛利率约32%，直接材料占主营成本比重约75%，其中五金配件采购占比约18%。考虑到定制行业长尾效应显著，中小家具厂占比80%以上，相比头部品牌，中小家具厂缺乏品牌和渠道溢价，主要依赖高性价比竞争。因此我们调整参数，按照15%的平均毛利率，80%的直接材料占比和20%的五金采购占比，测算狭义家具五金（即家居功能五金）在B端家具厂环节的市场规模约500-600亿元。
- 测算逻辑二：基于装饰板材市场规模的交叉验证法。我们引入装饰板材市场规模作为锚点进行交叉测算，根据智研产业研究院，2023年装饰板材市场规模约1778.5亿元，结合头部定制家居企业的直接材料构成，五金配件采购占比平均为18%、板材采购占比平均为43%，按此比例测算家居功能五金市场规模约700-800亿元，略高于逻辑一的测算数值，这个差额合理反映了C端零售、电商渠道等部分不经过家具厂的五金消费市场。

图表22：2017-2024年定制家具行业市场规模（亿元）



来源：国家统计局、玛格家居招股说明书、Wind、国金证券研究所

注：定制家具行业规模按照家具制造业营收\*定制家具渗透率计算，2023-2024年渗透率为我们预测值



图表23: 头部定制家居品牌毛利率和原材料成本构成

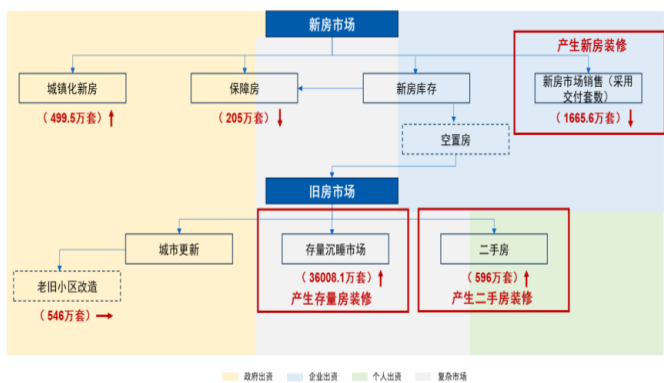
	欧派家居	索菲亚	尚品宅配	志邦家居	金牌家居	好莱客	我乐家居	皮阿诺	顶固集创	玛格家居	平均
销售毛利率	37%	35%	34%	34%	27%	31%	47%	25%	23%	28%	32%
直接材料占比	78%	75%	60%	82%	80%	71%	71%	74%	80%	75%	75%
其中:五金配件占比	-	29%	20%	-	16%	10%	14%	-	-	20%	18%
板材采购占比	-	40%	51%	-	30%	51%	49%	-	-	34%	43%

来源: 各公司财报及招股说明书、国金证券研究所

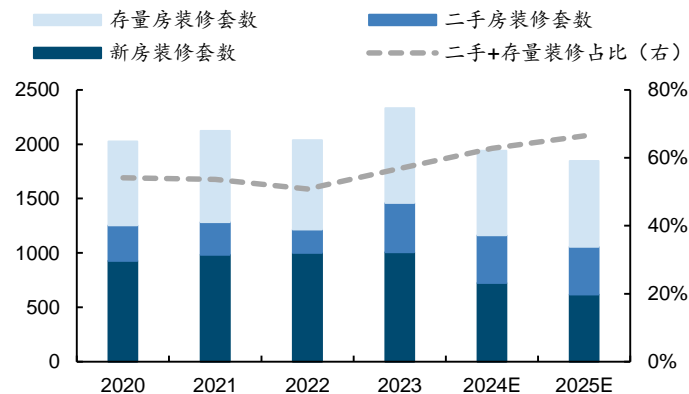
注: 销售毛利率和直接材料占比参考各公司最新财报数据, 五金配件和板材采购占比参考各公司招股说明书

存量翻新主导支撑家具五金需求总量稳定。根据住房和城乡建设部和国家统计局联合发布的《全国住房资源普查报告》, 截至 2024 年底, 我国城乡住房总套数达到 4.16 亿套, 总建筑面积约 513 亿平方米, 其中城镇住房建筑面积约 378 亿平方米, 对应 3.02 亿套城镇住宅, 构成了庞大的翻新需求基数。家装市场重心转移, 由新建向存量、翻新要空间的趋势, 在装修结构上得到验证 (更多细节参考我们此前外发的行业专题报告《向二手房市场要空间》), 奥维云网《2024 年中国家装市场蓝皮书》数据显示, 2025 年中国家装市场 1846 万套住宅需求中, 由存量房装修和二手房交易构成的旧房装修需求总计 1226 万套, 占比提升至 66%。随着旧房翻新带动家具产品更新换代, 我们预计家具五金市场需求总体能保持稳定。

图表24: 2023 年中国城镇住宅结构



图表25: 2020-2025 年家装市场结构 (单位: 万套)



来源: 奥维云网、国金证券研究所

来源: 奥维云网、国金证券研究所

(二) 供给端: 呈现“金字塔”型分化, 内资龙头凭借高质价比快速崛起

中国家具五金行业呈现“金字塔型”的竞争格局, 外资品牌掌握最高端产品的定价权, 内资龙头卡位中高端市场, 凭借极致的质价比快速崛起, 长尾市场则深陷红海竞争, 参与主体具体可划分为三大梯队:

- 第一梯队 (塔尖): 国际巨头垄断高端, 占据行业价格天花板。以百隆 (Blum)、海蒂诗 (Hettich) 为代表的外资品牌, 凭借深厚的历史积淀、卓越的材料研发壁垒及先进制造工艺, 长期垄断国内高端及超高端市场。外资五金企业掌握阻尼系统、新型合金应用等核心专利技术, 产品附加值高, 具备很强的品牌溢价能力, 是高端定制家居品牌提升产品调性的首选背书。
- 第二梯队 (塔身): 内资龙头崛起, 主打高质价比与国产替代。以悍高、东泰、图特为代表的国内头部品牌, 正通过持续的研发投入在技术指标与品质稳定性上逐步逼近外资品牌, 内资龙头企业依托本土完善的供应链体系和快速响应的服务优势, 精准卡位中高端市场。其产品价格带显著高于低端杂牌但低于外资品牌, 凭借极致的质价比, 正处于品牌影响力与市占率双升的快速成长期。
- 第三梯队 (塔基): 长尾中小厂商聚集, 深陷低价红海博弈。根据中国五金制品协会的数据, 目前国内家具五金市场参与主体有上千家, 绝大部分为中小型企业, 多采用 OEM/ODM 代工或作坊式生产模式, 自主研发能力薄弱, 产品同质化现象严重。其生存逻辑主要依赖低成本控制、灵活交付及地缘关系, 目标市场主要为海量小微家具厂或低端出口市场。由于缺乏品牌认知度, 该梯队处于行业最低价格带, 主要依靠激烈的价格战获取市场份额。



图表26：中国家具五金“金字塔型”竞争格局



来源：家居邦、国金证券研究所

龙头企业形成的护城河，是“硬产品×强品牌×深渠道×高效率”的乘数效应。从行业竞争要素来看，家具五金公司的竞争，始于产品品质这一硬实力，以此为基础建立自主品牌，获取终端认知与溢价，品牌化是分水岭，目前大量中小厂商仍卡在代工制造阶段；而品牌势能必须通过扎实的渠道网络去落地和放大，在这一环节，企业间的差距被显著拉大，部分品牌（包括一些外资品牌）过度依赖少数大客户，缺少多元化的渠道网络；贯穿全过程的成本与供应链效率，则决定了企业能否将优势转化为可持续的利润和市场份额。

- 1、产品品质：优质设计是形成品牌价值的起点。五金件直接影响家具的耐用性与使用体验，过硬品质是底线，优秀的工业设计才是真正的溢价来源，也区分了“能用”和“好用”。一个具备静音缓冲的铰链、或巧妙利用空间的拉篮，都能成为下游家具厂商的销售亮点。具备自主设计能力的国产品牌正从“参数达标”走向“体验领先”，而仅能生产基础功能件的中小厂商，则停留在代工层面，最终难免陷入价格竞争。
- 2、自主品牌：从“幕后零件”到“台前名片”，深度赋能下游客户。相较于板材和定制，过去五金的品牌认知没有那么强。首先，五金本身多嵌于内部、藏于幕后，消费者目之所及是板材花色与柜体样式。其次，在定制销售流程中，五金常作为配件包捆绑提及，进一步削弱品牌露出。再者，行业长期教育消费者优先关注板材的环保性与定制的设计能力，五金被固化为低关注度配件；但如今社交媒体的普及和装修种草内容的兴起，正推动消费者主动比较铰链的缓冲手感、抽屉的顺滑度等，五金从幕后走向台前。因此，建立具有C端认知度的自主品牌，提供具有终端认知和信任背书的产品，能够帮助家具厂、装修公司等下游客户提升产品附加值、增强终端销售说服力。

图表27：原创设计打造家具五金产品的差异化



来源：悍高集团官网、凯斯宝玛官网、国金证券研究所



图表28：不同档次家具五金品牌的线上销售价格（以铰链为例，参考各品牌天猫旗舰店）

1、国际知名品牌			
	百隆 BLUM	海蒂诗 Hettich	萨耶奇 SALICE
价格-最低档	CLIP100° 快装铰链, 18.6 元/只	Novisys 8848i, 17 元/只	三维阻尼铰链 800 型, 19 元/只
价格-最高档	可利调阻尼 125°, 123 元/只	Sensys 8639i W90, 122.4 元/只	天地铰链, 284 元/套
销量-TOP1	CLIP100° 快装铰链, 18.6 元/只	Sensys 8645i, 38.6 元/只	阻尼铰链 700 型, 34.2 元/只
销量-TOP2	110° 快装阻尼铰链, 52.9 元/只	Sensys 8631i, 52.9 元/只	三维阻尼铰链 200 型, 38 元/只
销量-TOP3	95° 快装集成阻尼厚门, 60 元/只	Novisys 8848i, 17 元/只	三维阻尼铰链 800 型, 19 元/只
2、国内头部品牌			
	悍高 HIGOLD	东泰 DTC	炬森 JUSEN
价格-最低档	冷轧钢一段力, 4.29 元/只	C80 经典款二段力, 4.8 元/只	YH 小飞鹰冷轧钢基础款, 5 元/只
价格-最高档	165° 大角度二段力, 32.9 元/只	C81 可调速阻尼 160°, 35.1 元/只	黑鲸液压缓冲厚门, 50.4 元/套
销量-TOP1	冷轧钢一段力, 4.29 元/只	C80 快装二段力 110°, 7.8 元/只	HG 厚门无力铰链, 15.2 元/只
销量-TOP2	304 不锈钢一段力, 9.9 元/只	S80 快装二段力 110°, 16 元/只	DR 冷轧钢基础款, 6.2 元/只
销量-TOP3	304 不锈钢二段力, 14.9 元/只	C81 涡轮调节 110°, 15.2 元/只	HQ2 二段力缓冲铰链, 8.9 元/只
3、国内其他品牌			
	库博 Unihopper	固特 GUTE	卡贝 COBBE
价格-最低档	冷轧钢二段力, 3.03 元/只	801 经济款冷轧钢, 2.34 元/只	冷轧钢一段力静音, 2.29 元/只
价格-最高档	165° 快装缓冲铰链, 21.9 元/只	125° 带阻尼铰链, 19.7 元/只	170° 液压阻尼, 19.82 元/只
销量-TOP1	冷轧钢二段力, 3.03 元/只	801 经济款冷轧钢, 2.34 元/只	冷轧钢一段力静音, 2.29 元/只
销量-TOP2	豪华快装偏心调节, 18.2 元/只	822 冷轧钢二段力, 3.15 元/只	枪黑一段力液压缓冲, 4.89 元/只
销量-TOP3	165° 快装缓冲铰链, 21.9 元/只	175° 带阻尼铰链, 12.1 元/只	冷轧钢二段力静音, 2.96 元/只
4、长尾中小微企业			
	雷启	凯恒特	玛丽莱
价格-最低档	无液压冷轧钢, 1.15 元/只	无液压冷轧钢, 1.12 元/只	X1 短臂铰链木板, 1.3 元/只
价格-最高档	165° 大角度铰链, 8.8 元/只	180° 大角度铰链, 21.6 元/只	170° 免开孔铰链, 7.2 元/只
销量-TOP1	10 档 1.2 厚不锈钢, 1.65 元/只	10 档 1.2 厚不锈钢, 1.44 元/只	90° 特殊液压铰链, 1.8 元/只
销量-TOP2	圆头枪黑 8 助臂, 2.3 元/只	二段力冷轧钢, 3.29 元/只	枪黑 Q8 铝框铰链, 2 元/只
销量-TOP3	12 档特厚 2.0 不锈钢, 2.45 元/只	黑色防锈 1.2 厚, 2.16 元/只	X1 短臂铰链木板, 1.3 元/只

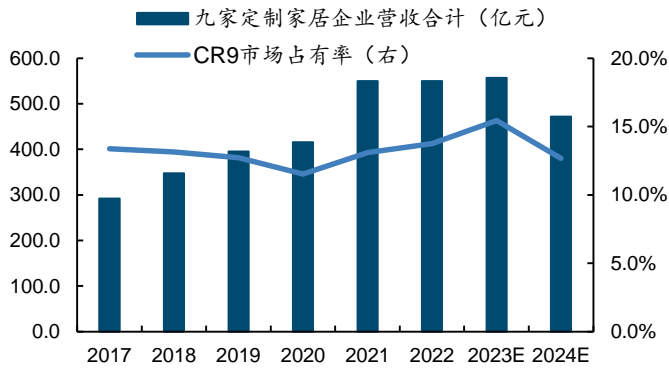
来源：各品牌天猫旗舰店、国金证券研究所

注：仅作为参考，选择 2025 年 12 月时点价格，不同时间段产品价格或因促销政策和新品迭代而有浮动

- 3、渠道网络：多元化渠道适配不同消费场景，落地和放大品牌势能。家具行业的消费模式经历了多次演变。早期以木工群体为核心的零售分销是主要模式；随着家具消费从现场打制转向整体定制，头部定制公司成为重要的增量渠道，外资五金品牌借此机会快速在国内市场站稳脚跟；近年来，中小家具厂与区域定制品牌快速崛起，下游市场再度趋于分散，我们认为这有利于板材、五金等上游材料品牌持续提升市占率（更多细节参考我们此前外发的深度报告《免宝宝：现金奶牛，自我革新》）。在不同的消费场景会面临不同类型的竞争对手，这要求五金品牌建立多元化的渠道网络，具备处理复杂生意的能力。
- 4、成本控制：规模化与生产效率造就护城河。对于中小家具厂等下游客户而言，其向终端消费者推荐五金品牌的核心考量在于利润空间，这要求家具五金公司不仅具备产品与品牌优势，以区别于白牌产品（更好卖），也需要成本竞争力，实现高质价比（更赚钱）。由于家具板材等主材价格高度透明，五金件往往是下游利润的重要调节环节。品牌之间的竞争，最终在于供应链效率与规模效应的比拼——通过模块化设计、智能排产和精益管理，在应对海量 SKU 与碎片化订单的同时，保持高周转与低成本，为合作伙伴留出盈利空间。

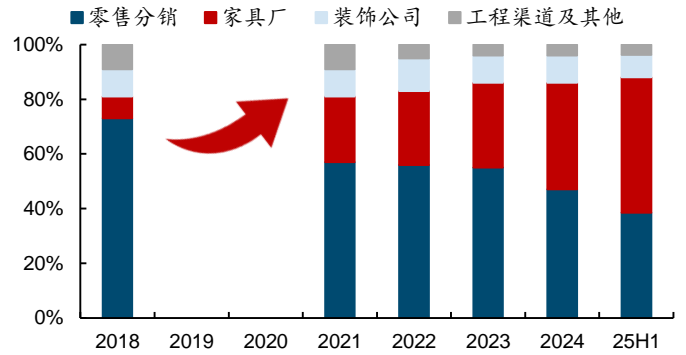


图表29：定制家居企业 CR9 市场占有率变化



来源：国家统计局、玛格家居招股说明书、Wind、国金证券研究所

图表30：同产业链的兔宝宝来看，家具厂渠道快速崛起



来源：兔宝宝投资者关系活动记录表、国金证券研究所

### 三、高壁垒：五金龙头进击之路不易复制

悍高打造护城河的路径几乎不可复制。公司从拉篮而非行业更常见的基础五金起家，差异化切入、避开早期红海竞争。拉篮的品牌显性要素显著强于基础五金，消费者日常高频触达、体验直观、品牌感知强。公司凭借在此细分领域的过硬产品实现国产替代，率先在终端消费者心中建立起“优质收纳”的强品牌认知。在将收纳五金做到全国第一后，公司顺势凭借已积累的品牌势能与渠道网络，战略性切入市场空间更大的基础五金赛道。通过持续深化渠道布局与不断巩固制造优势，最终让“硬产品、强品牌、深渠道、高效率”等要素相互强化，共同构筑起其深厚且能动态进化的护城河，实现弯道超车、后来居上。

#### (一) 品牌塑造：坚持做C端有认知的B端品牌

公司品牌塑造根植于其独特的审美基因与一贯的美学坚持，这构成了其区别于传统五金制造企业的核心软实力。首先，品牌美学始于创始人的双重专业背景。董事长欧锦锋先生兼具工业设计与市场营销的经验及海外视野，这使其将产品设计与品牌营销深度融合，为品牌奠定了国际化审美基调；其次，产品设计是美学理念的关键落地与破圈。以“美斯系列”衣柜五金为例，其同时荣获2025年德国iF设计大奖、德国红点设计大奖，通过材质与结构的创新，将衣柜五金从功能性单品升华为空间艺术；最终，品牌美学凝结于标志性建筑，具象化传递品牌精神。公司耗时8年打造的星际总部大楼，由意大利Pininfarina团队设计（法拉利核心设计团队），以其未来主义的建筑语言，将公司的科技感与美学追求凝固为具象的品牌名片，宣告了其迈向高端、引领行业的品牌志向。

图表31：董事长欧锦锋先生兼具工业设计与市场营销的经验及海外视野



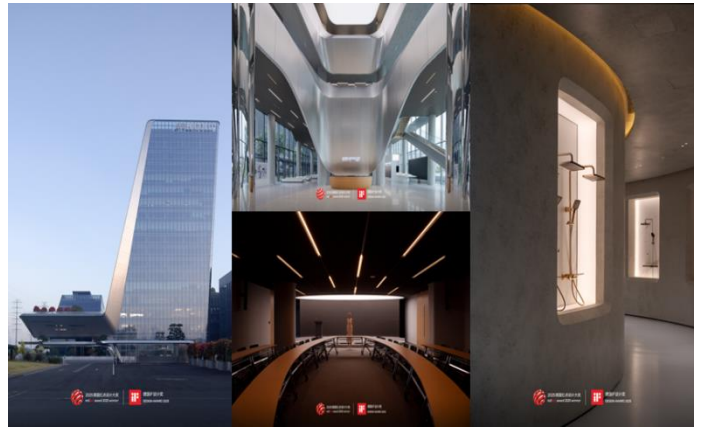
来源：公司官网、国金证券研究所



图表32: 美斯系列衣柜五金横扫 2025 红点&iF 设计大奖



图表33: 星际总部大楼由意大利 Pininfarina 团队设计



来源: 公司官网、国金证券研究所

来源: 公司官网、国金证券研究所

以拉篮这一“更优解”切入市场，直取C端消费者品牌心智。与多数品牌从“隐形”的基础五金起步不同，公司敏锐地捕捉到，拉篮是厨房中用户交互最频繁、品牌感知最直接的载体，其高外露性与强设计感，使之成为抢占消费者品牌心智的理想入口。这一决策精准地把握了市场窗口期，当时国内拉篮市场尚处蓝海，本土产品在工艺与质感上与欧洲高端品牌存在明显差距，但进口产品则价格高昂。公司以国际顶尖品质为标杆，在焊接、防锈等核心工艺上实现突破，并率先攻克复杂功能件研发——其于2021年推出的希勒飞碟3.0转角拉篮，凭借颠覆性创新获得了国家发明专利（中国首个且唯一），一举打破了欧洲品牌的技术垄断。凭借“高端性价比+高品质”的定价策略，公司的拉篮产品迅速通过经销网络渗透至全国高端橱衣柜门店，快速实现了对进口品牌的份额替代。根据招股说明书，公司收纳五金2022年国内销售额全国第一，拉篮产品在主要电商平台2022-2024年连续三年销量夺魁。

图表34: 希勒飞碟3.0转角拉篮获得国家发明专利、打破欧洲品牌的技术垄断



来源: 公司官网、国金证券研究所

图表35: 悍高拉篮产品在主要电商平台2022-2024年连续三年销量第一

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

来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

家具五金行业具有典型的B端属性，体现为两大特征：一是客户与决策者分离，终端消费者购买的是橱柜、衣柜等成品，而五金配件的品牌选择与采购权主要掌握在家具厂、装修公司等B端客户手中，其推荐对消费决策影响显著；二是产品具有隐匿性，铰链、滑轨等核心部件在安装后不可见，消费者难以直观感知，导致品牌建设长期围绕专业渠道展开，难以直接触达终端用户。

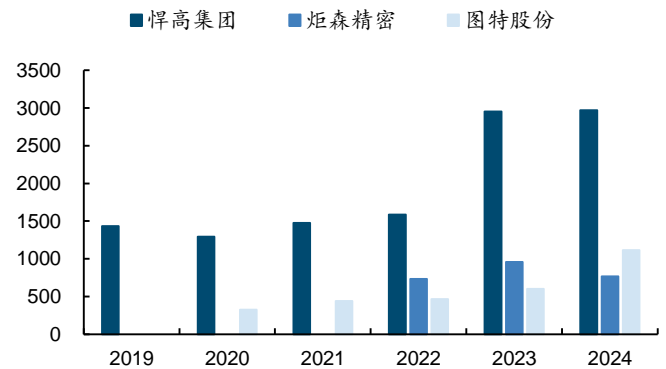
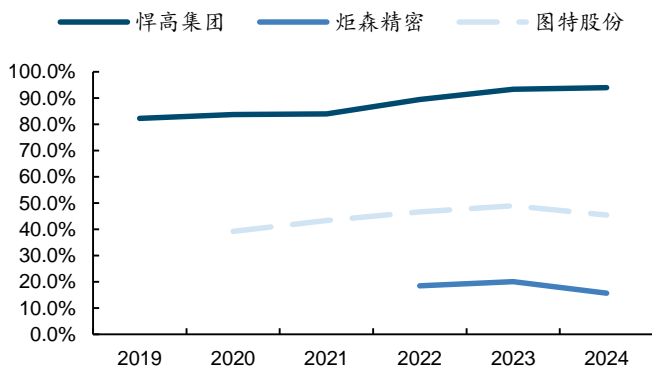


公司自创立之初就注重自主品牌建设，构建“线上+线下”双轨融合的品牌传播策略，线下通过行业展会、高端户外广告、甄子丹明星代言、品牌体验店及城市发布会持续强化品牌高端形象，线上深度参与主流电商平台（如天猫、京东）及新媒体平台（如抖音、小红书）营销推广活动，以品效合一的方式直接触达消费者。

这种长期主义的品牌建设，最终推动“以C端消费者认知反哺B端选择”。当公司凭借出色的产品设计、可靠品质与持续曝光，在终端用户心中建立起“高端收纳”的品牌心智后，下游橱柜品牌及经销商为匹配消费偏好、提升产品附加值，会主动将公司产品作为“品质标配”纳入供应链体系。由此，公司实现了从传统的“被B端选择”向“为B端赋能”的战略跃迁，在典型的B端赛道中，走出一条以C端品牌认知驱动增长的差异化路径。我们测算2024年公司自主品牌销售占比测算在90%以上（少量非自主品牌的户外家具品类出口销售，家具五金基本都为自主品牌销售），对比其他国内一线品牌，无论自主品牌销售占比还是品牌宣传投入，都显著领先。

图表36: 家具五金公司自主品牌销售占比对比

图表37: 家具五金公司广宣费用对比 (单位: 万元)



来源: 各公司招股说明书 (公开转让说明书)、国金证券研究所

来源: 各公司招股说明书 (公开转让说明书) 及财报、国金证券研究所

注: 悍高与图特为我们测算值, 可能存在误差, 图特为经销渠道+直销家居生产企业的占比, 悍高为境内销售+出口经销的占比; 炬森参考2024年1-6月数据

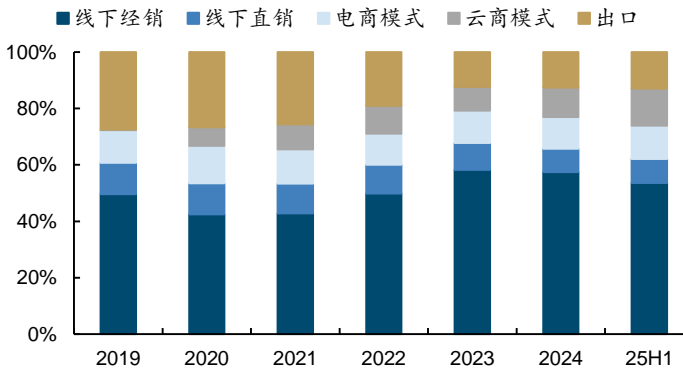
## (二) 渠道优势: 经销+云商+电商+直销的多元化立体布局

在行业竞争日趋激烈的背景下, 公司已建立起经销和直销相结合、线上和线下相补充的多渠道营销体系, 产品销往全国各地以及荷兰、加拿大、德国、沙特阿拉伯等超过110个国家和地区。当前渠道结构以境内线下经销模式为主, 2024年线下经销、线下直销、电商模式、云商模式、出口分别占比57.4%、8.3%、11.2%、10.5%、12.6%。分渠道来看:

- 经销渠道: 已建立起覆盖全国并延伸至欧美、亚太等全球市场的成熟经销网络, 在实现规模扩张的同时, 渠道质量显著提升。2019-2024年, 经销商数量从183家增长至369家, 单家经销商平均提货额同步实现翻倍, 从226万元提升至460万元, 体现了渠道合作深度与效率的跃升。公司通过联合经销商举办区域新品发布会、组建主动营销团队深入终端门店等方式, 持续为渠道伙伴赋能, 共同巩固市场优势。
- 直销渠道: 推出大客户服务战略, 已成功进入欧派家居、志邦家居、有屋智能、金牌厨柜、全友家私、以及ABYAT MEGASTORE CO.等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的供应链体系。
- 云商模式: 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 (如中小型家具加工厂、五金批发部等), 与线下经销形成互补, 经销商主要覆盖高线城市, 云商模式则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, 截至25H1, 业务覆盖区域超过100个地级市。
- 电商模式: 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, 聚焦C端消费者。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。
- 出口: 海外业务目前以户外家具为主, 五金出口业务近年来也快速发展。未来海外业务将聚焦三大策略, 一是推进本土化运营布局; 二是推进产品市场下沉; 三是推进渠道创新升级, 坚定推行自有品牌战略。

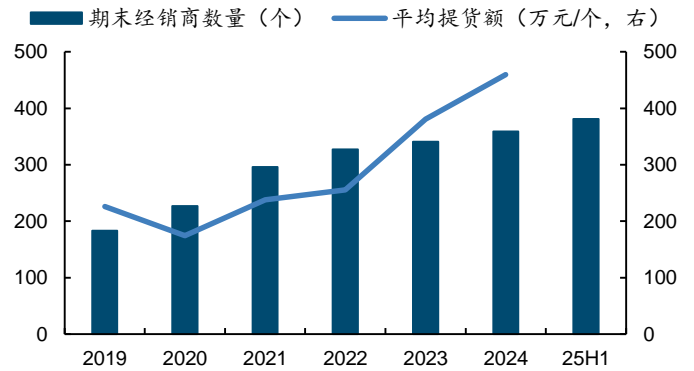


图表38：2019-25H1 公司渠道结构变化



来源：公司财报及招股说明书、国金证券研究所

图表39：2019-25H1 公司经销商数量及平均提货额



来源：公司财报及招股说明书、国金证券研究所

图表40：公司云商平台覆盖大量中小客户，实现对下沉市场的有效覆盖

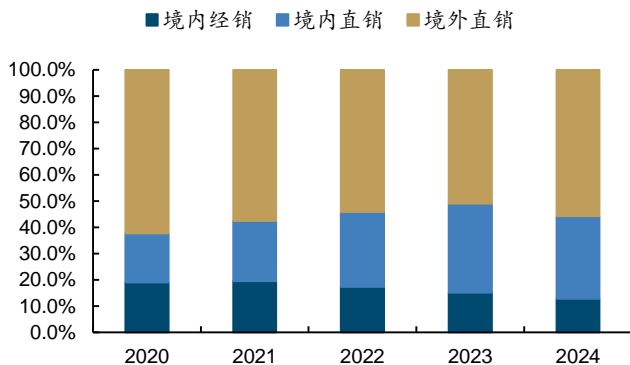
下游客户	产品用途
五金建材商贸公司	主要系直接销售家居五金产品
橱衣柜门店	主要与自身橱衣柜产品进行配套销售
家具加工厂	主要用于自身橱衣柜产品的配套生产
五金批发部	大型五金批发部主要同其他产品配套销售给橱衣柜门店与家具工厂，中小型批发部主要直接销售给终端消费者

来源：公司招股说明书、国金证券研究所

企业因渠道战略选择不同而走向分化，公司的多元化渠道网络构建优势。品牌化仅跨越了第一道分水岭，真正的分化在于品牌势能能否通过扎实的渠道网络去落地和放大。部分企业过度依赖少数大客户或单一渠道，路径选择很大程度上决定了分化结果。公司自 2007 年由“凯高”更名为“悍高”起，便开启了从代工向自主品牌的转型，目标明确转向国内市场，且始终坚持不依赖单一大客户、不刻意追求失衡份额。例如，与欧派、志邦等头部家居企业的合作，均以使用“悍高”品牌、尊重产品设计与定价体系为前提。

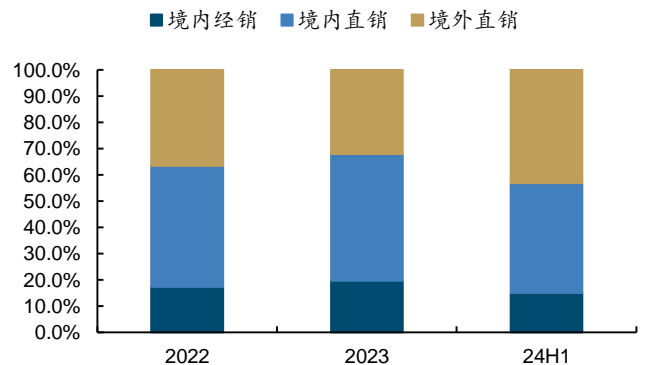
根据《2024 中国家具五金行业发展报告》，行业前五大品牌为东泰、悍高、图特、星徽、炬森。其中，公司构建了以经销为主，云商、电商与直销协同的立体网络，经销商网络的广度与深度大幅领先，2024 年前五大客户均为经销商、收入占比合计仅 8.4%；相比之下，图特与炬森则相对更依赖大客户直销与出口代工，2024 年国内经销收入占比分别仅 12.8%、15.0%（炬森为 24H1 数据），前五大客户收入占比分别高达 38.9%、31.9%，主要为家具五金品牌商代工（例如印度 Ebco、德国 HAFELE、国内悍高等），或给大型家居生产企业供货（例如欧派家居、索菲亚等）。随着家具消费场景日趋分散，能够建立多元化渠道网络、具备服务海量中小客户及处理复杂生意能力的品牌，将更具风险抵御能力和增长韧性。

图表41：图特股份以直销和出口为主



来源：图特股份招股说明书、国金证券研究所

图表42：炬森精密同样以直销和出口为主



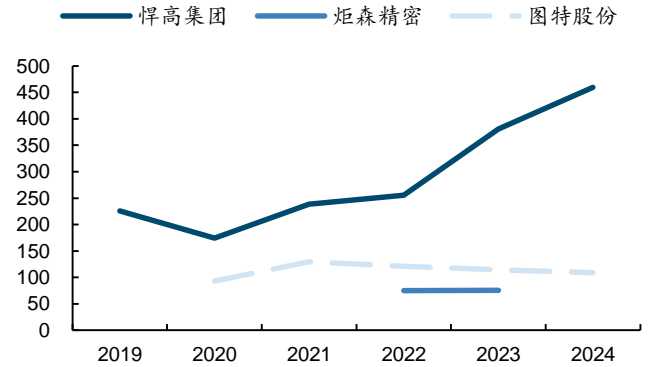
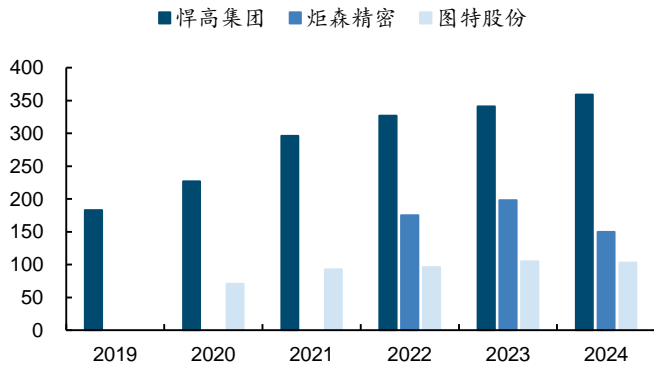
来源：炬森精密公开转让说明书、国金证券研究所

注：境内直销客户主要为家居生产企业、家居五金品牌商、贸易商



图表43: 家具五金公司经销商数量对比 (单位: 个)

图表44: 家具五金公司平均提货额对比 (单位: 万元)



来源: 各公司招股说明书 (公开转让说明书)、国金证券研究所

来源: 各公司招股说明书 (公开转让说明书)、国金证券研究所

注: 炬森 2024 年参考 1-6 月数据

注: 悍高选择线下经销收入, 图特和炬森选择境内经销收入

图表45: 公司前五大客户收入占比低, 图特和炬森相对依赖直销大客户

序号	2022		2023		2024	
	客户名称	占比	客户名称	占比	客户名称	占比
<b>悍高集团</b>						
1	南京辰来家居	2.55%	北京德丰泰家居	2.61%	北京德丰泰家居	1.88%
2	北京德丰泰家居	2.39%	南京辰来家居	2.28%	南京辰来家居	1.82%
3	Kaja Horeca Interieur B.V.	2.16%	苏州吴凡家居	1.99%	苏州吴凡家居	1.69%
4	苏州吴凡家居	1.98%	杭州磐宇贸易	1.61%	武汉博美宅配	1.48%
5	杭州磐宇贸易	1.77%	沈阳鑫驰博五金	1.36%	杭州磐宇贸易	1.48%
合计		<b>10.86%</b>		<b>9.84%</b>		<b>8.35%</b>
<b>图特股份</b>						
1	Ebco	14.34%	Ebco	15.45%	Ebco	18.58%
2	索菲亚	10.66%	索菲亚	12.32%	索菲亚	11.28%
3	东誉再生资源	3.13%	EMUCA	4.06%	东誉再生资源	3.10%
4	Moonju	2.92%	东誉再生资源	3.14%	EMUCA	3.04%
5	Woodmark	2.41%	励图家居	2.36%	000 "T. B. M"	2.87%
合计		<b>33.45%</b>		<b>37.32%</b>		<b>38.87%</b>
<b>炬森精密</b>						
1	HAFELE	15.86%	HAFELE	16.68%	HAFELE	16.45%
2	欧派家居	4.55%	欧派家居	5.95%	欧派家居	4.30%
3	RICHELIEU	4.51%	顺德起富物资回收	4.11%	RICHELIEU	4.28%
4	Hardware Resources, Inc.	4.31%	索菲亚	3.55%	顺德起富物资回收	3.46%
5	悍高集团	3.88%	广州中轻进出口	3.33%	Masterbrand Cabinets LLC	3.43%
合计		<b>33.11%</b>		<b>33.63%</b>		<b>31.92%</b>

来源: 各公司招股说明书 (公开转让说明书) 及财报、国金证券研究所

探索 C 端新业态, 通过全屋收纳旧改店、厨卫原创馆布局存量焕新与品类延伸。在巩固现有渠道的同时, 公司正积极探索面向 C 端的新门店业态。一方面, 公司推出全屋收纳旧改店, 精准切入存量房焕新市场, 专注于提供厨房五金等替换解决方案, 并明确规避柜体定制业务, 以维护与下游伙伴的生态协同。另一方面, 公司稳步推进厨卫板块的“千城万店”战略, 通过落地厨卫原创馆, 系统性地孵化花洒龙头、智能马桶、淋浴房等卫浴新品, 旨在将其打造成为驱动公司长期发展的第二增长曲线。



图表46: 悍高厨卫原创馆门店示例



来源: 公司官方公众号、国金证券研究所

图表47: 悍高全屋收纳旧改店示例



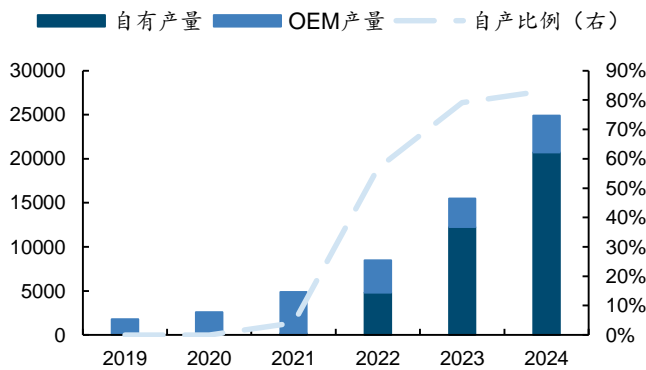
来源: 公司官方公众号、国金证券研究所

### (三) 极致制造: 智能制造集群与“爆款”产品策略的成本优势

**三大生产基地构筑智能制造集群, 基础五金规模效应显现。**公司自创建以来始终坚持产销一体化战略, 正着力打造以星际总部生产基地、六角大楼生产基地、独角兽生产基地为主体, 总面积约 60 万平方米的亚洲大型家具五金智能制造集群。各基地分工明确, 星际总部聚焦收纳五金与户外家具; 六角大楼以铰链、滑轨等基础五金为核心, 通过黑灯工厂实现高度自动化; 在建的独角兽基地则定位为基础五金及精密部件的超级工厂, 总投资超 10 亿元, 于 2025 年 11 月奠基, 预计 2027 年底前竣工, 满产后铰链、滑轨年产能将超 8 亿支, 规划产值约 25 亿元。全部投产后, 届时集团总产值潜力预计突破 60 亿元。

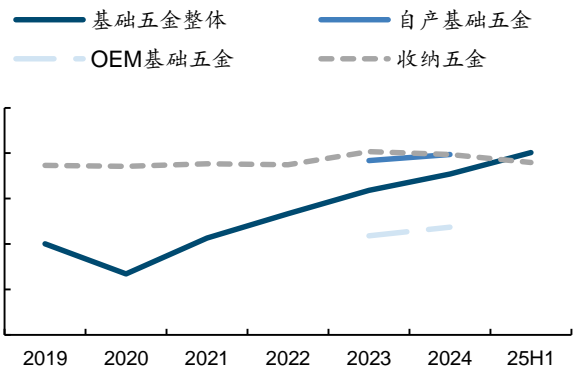
当前, 公司整体产能处于较为饱和状态。近几年产能扩张主要集中于基础五金, 其规模效应正逐步显现。过去基础五金品类因生产规模小、自产比例低导致毛利率承压; 随着自动化基地陆续投产、自产比例大幅提升, 基础五金毛利率快速攀升, 2025 年上半年已达 40%, 与公司传统优势品类收纳五金盈利水平相当。

图表48: 基础五金产能投放后, 自产比例大幅提升



来源: 公司招股说明书及财报、国金证券研究所

图表49: 规模效应释放, 基础五金盈利能力快速攀升



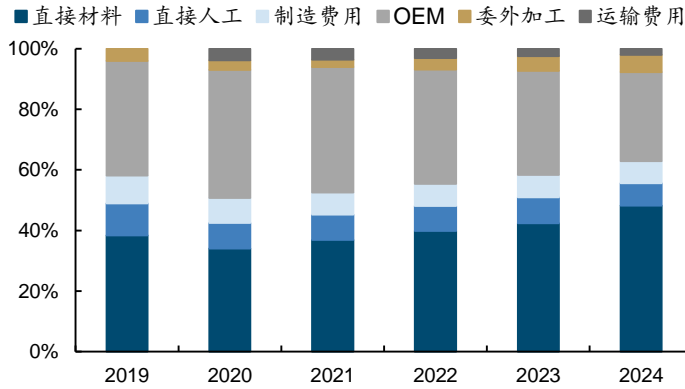
来源: Wind、《关于审核中心意见落实函的回复》、国金证券研究所

公司以“自动化+数字化+精益化”深度融合驱动制造体系升级, 在业内率先实现了铰链从开料冲压、组装、检测到包装的全链条自动化生产, 单 2024 年公司实行了 69 个效率提升方案和 66 个品质改善方案, 通过与设备供应商共同定制开发全自动制造设备, 并运用 CCD 视觉系统进行全检, 打通 ERP、MES、WMS 等系统实现全流程数字化管控, 从根本上转变传统手工作业的五金生产模式。这不仅显著降低了人工成本, 更极大提升了产品品质的一致性与稳定性, 使品质问题的追溯与改善响应速度大幅提升。截至 2025 年 9 月, 公司已拥有超过 110 条自动化生产线。

从成本结构看, 2019-2024 年公司主营业务成本中直接人工占比从 10.9% 下降至 7.4%。若进一步剔除 OEM 采购部分、仅考察自产产品, 直接人工占比从 17.1% 下降至 10.5%, 降幅更为明显。与竞争对手相比, 公司凭借其领先的智能制造集群, 在生产人员规模相近的情况下, 实现了人均生产效率领先对手 2 倍的显著优势 (2024 年悍高、炬森、图特生产人效分别约 153、50、53 万元)。

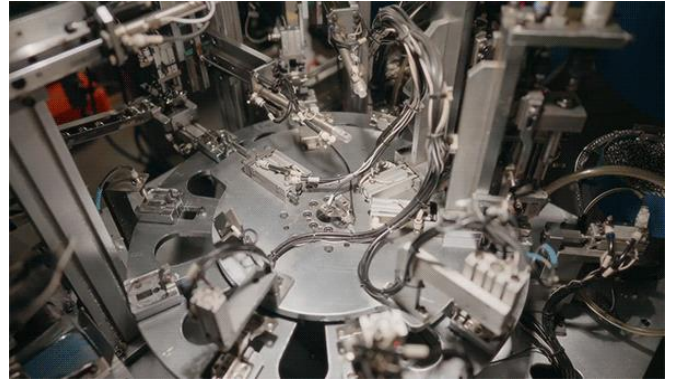


图表50：2019–2024 年公司主营业务成本构成



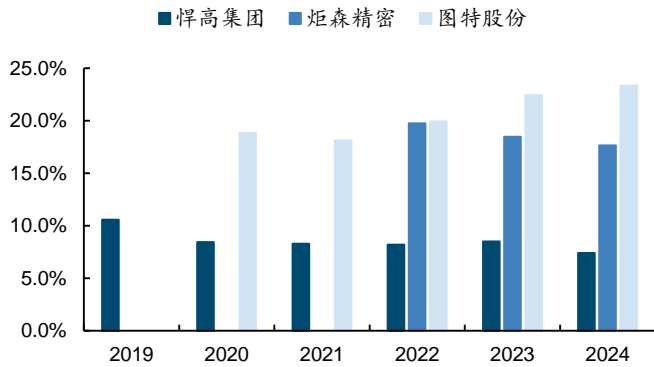
来源：公司招股说明书及财报、国金证券研究所

图表51：公司率先实施制造体系全面数字化转型



来源：公司官方公众号、国金证券研究所

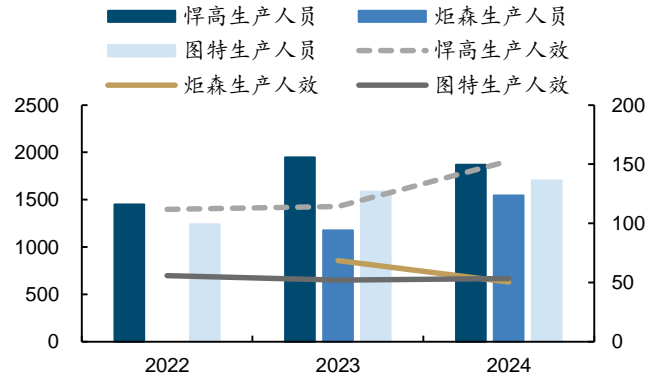
图表52：悍高直接人工成本占比显著低于竞争对手



来源：各公司招股说明书（公开转让说明书）、国金证券研究所

注：炬森 2024 年参考 1-6 月数据

图表53：悍高生产人员效率显著高于竞争对手



来源：各公司招股说明书（公开转让说明书）及财报、国金证券研究所

注：生产人员和生产人效（右轴）单位分别为人、万元/人

**聚焦 SKU 打造爆款，以品牌和渠道反哺生产端。**家具五金行业生产工艺相对成熟，单一环节的自动化生产优势很难拉开这么大的差异。我们认为，公司已积累的品牌势能与渠道网络形成了强大的市场牵引力，系统性地反哺并优化了生产端，从而具备从“按需生产”到“定义并引领需求”的产业话语权。这是缺乏自主品牌或依赖大客户和出口代工的企业难以具备的能力。基于此，公司实施了清晰的产品策略，在基础五金领域聚焦高品质爆款，以规模效应抢占市场；在收纳五金领域推动高端化升级，提升盈利水平；同时依托现有资源，孵化卫浴等新品类。

2022–2024 年公司新增铂金工程款拉篮、BV 衣柜收纳五金、悍钛水槽以及 BL 水龙头等品类，新增 SKU 分别为 3258 个、2908 个和 7898 个。为应对海量 SKU 对生产连续性的挑战，公司通过聚焦核心品类、打造爆款大单品（如“悍牛系列”铰链）来精简有效 SKU。在生产执行层面，公司将产品拆分为标准件（占比超 70%）与定制件，标准件通过自动化设备实现稳定、连续的规模化生产，无需频繁切换产线；定制件则通过协同开发专用模具满足特定需求，实现柔性切换生产。

因此，公司生产端的制造优势，并非来自某个孤立的黑灯工厂，而是硬产品、强品牌、深渠道、高效率等竞争要素相互强化后的结果。再次审视公司的家具五金龙头进击之路，几乎不可复制，天生的审美基因，对自主品牌的坚定信念，多元化渠道的拓展本能，以及对极致生产效率的持续追求，共同铸就了宽深护城河。



## 四、盈利预测与投资建议

### （一）盈利预测与关键假设

公司仍在高速成长期，高盈利能力+高周转率铸就高回报，硬产品、强品牌、深渠道、高效率等要素相互强化，共同构筑起其深厚且能动态进化的护城河。我们预计 2025-2027 年营业收入分别为 36.2、47.0、61.7 亿元，同比+26.6%、+30.1%、+31.1%，预计综合毛利率分别为 37.9%、38.0%、38.0%，具体到各块业务收入和毛利率假设如下：

- 收纳五金：公司自收纳五金起家，目前已成长为国内收纳五金第一品牌，当前公司在收纳五金领域的产品策略为推动高端化升级，提升盈利水平，并探索 C 端全屋收纳旧改店新业态、布局存量焕新市场。我们预计收纳五金 2025-2027 年收入分别为 9.9、11.3、13.0 亿元，毛利率分别为 40%、40%、40%。
- 基础五金：公司近几年产能扩张主要集中于基础五金，在建的独角兽基地预计 2027 年底前竣工，满产后铰链、滑轨年产能将超 8 亿支。公司在基础五金领域的策略为聚焦高品质爆款，以规模效应抢占市场。随着收入体量扩张、自产比例提升，其规模效应正逐步显现。我们预计基础五金 2025-2027 年收入分别为 17.1、24.0、33.6 亿元，毛利率分别为 40%、40%、40%。
- 厨卫五金：公司现有厨卫五金销售主要为水槽，家居功能五金是典型的 B 端行业，但卫浴更多直面 C 端消费者，因此公司推出厨卫板块“千城万店”战略，通过落地厨卫原创馆，系统性地孵化花洒龙头、智能马桶、淋浴房等卫浴新品，旨在将其打造成为驱动公司长期发展的第二增长曲线。我们预计厨卫五金 2025-2027 年收入分别为 4.5、6.1、8.2 亿元，毛利率分别为 33%、33%、33%。
- 户外家具：当前主要消费市场集中在欧美发达国家，中国是全球户外家具的制造中心，随着文旅、休闲行业的发展，预计国内的户外家具市场将持续扩大。我们预计户外家具 2025-2027 年收入分别为 3.0、3.6、4.3 亿元，毛利率分别为 35%、35%、35%。
- 其他主营：主要产品为晾衣机、烤炉、门窗五金以及 LED 灯等，我们预计保持稳定。

图表54：公司分业务收入和毛利率拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
1、收纳五金（百万元）	615.7	792.8	857.0	985.6	1133.4	1303.4
同比增速	2%	29%	8%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	37%	40%	40%	40.0%	40.0%	40.0%
2、基础五金（百万元）	446.1	783.3	1223.8	1713.3	2398.6	3358.1
同比增速	43%	76%	56%	40.0%	40.0%	40.0%
毛利率	27%	32%	35%	40.0%	40.0%	40.0%
3、厨卫五金（百万元）	230.3	311.7	361.4	451.7	609.8	823.2
同比增速	2%	35%	16%	25.0%	35.0%	35.0%
毛利率	30%	29%	31%	33.0%	33.0%	33.0%
4、户外家具（百万元）	218.6	187.6	262.1	301.4	361.7	434.1
同比增速	-8%	-14%	40%	15.0%	20.0%	20.0%
毛利率	34%	40%	40%	35.0%	35.0%	35.0%
5、其他主营（百万元）	87.5	110.5	97.0	87.3	91.7	96.3
同比增速	14%	26%	-12%	-10.0%	5.0%	5.0%
毛利率	19%	18%	25%	25.0%	25.0%	25.0%
6、其他业务（百万元）	22.0	36.0	55.5	77.7	108.8	152.3
同比增速	20%	63%	54%	40.0%	40.0%	40.0%
毛利率	16%	25%	21%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>营业总收入（百万元）</b>	<b>1620.3</b>	<b>2221.9</b>	<b>2856.8</b>	<b>3617.0</b>	<b>4704.0</b>	<b>6167.3</b>
<b>同比增速</b>	<b>10%</b>	<b>37%</b>	<b>29%</b>	<b>26.6%</b>	<b>30.1%</b>	<b>31.1%</b>
<b>毛利率</b>	<b>32%</b>	<b>34%</b>	<b>36%</b>	<b>37.9%</b>	<b>38.0%</b>	<b>38.0%</b>

来源：公司财报、Wind、国金证券研究所



费用率假设：我们预计销售费用率和管理费用率未来仍具备下降空间（2025 年管理费用率上升主要受职工薪酬及办公折旧增加影响）。公司以经销模式为主，在规模扩张过程中，前端销售人员配置及市场推广投入可保持在相对平稳的水平，后续渠道维护成本低；研发费用率预计稳定，凭借长期持续的高强度研发投入，公司已建立较强的原创设计与研发创新能力，能够准确把握市场潮流趋势并快速响应，高效推进新品研发；财务费用率预计保持稳定。

图表55：公司期间费用率假设

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	9.3%	7.5%	7.2%	7.0%	7.0%
管理费用率	3.5%	3.5%	4.0%	3.8%	3.8%
研发费用率	4.2%	3.9%	3.5%	3.5%	3.5%
财务费用率	0.0%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%

来源：公司财报、Wind、国金证券研究所

## （二）投资建议与估值

公司的家具五金龙头进击之路几乎不可复制，基础五金在产能持续投放+爆款产品策略下仍在高速成长期，收纳五金依靠高端品牌调性维持高盈利，厨卫五金在 C 端新业态探索下打造第二增长曲线。我们选取产品有部分交叉的坚朗五金，渠道结构类似、成功向 C 端/小 B 转型的消费建材龙头三棵树、伟星新材，以及同为家具产业链上的欧派家居、兔宝宝作为可比公司。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.5、10.0、13.1 亿元，当前股价对应 PE 为 36.1、27.3、20.8 倍，参考可比公司估值和公司的高成长性，给予 2026 年 30 倍 PE，对应目标价 74.76 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表56：可比公司估值

	最新收盘价（元）		EPS（元/股）				PE（倍）		
	2026.1.23	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
坚朗五金	23.02	1.01	0.27	0.26	0.50	0.73	88.00	45.75	31.69
伟星新材	11.61	0.90	0.61	0.55	0.62	0.70	21.09	18.67	16.65
三棵树	51.58	0.33	0.63	1.36	1.90	2.38	38.07	27.19	21.64
欧派家居	57.96	4.98	4.29	4.12	4.49	4.74	14.07	12.92	12.22
兔宝宝	14.82	0.84	0.71	0.97	1.09	1.21	15.34	13.62	12.25
平均值							40.31	26.13	20.55
悍高集团	67.95	0.92	1.48	1.88	2.49	3.27	36.12	27.27	20.77

来源：Wind、国金证券研究所

注：除三棵树、欧派家居、兔宝宝为国金证券研究所最新外发报告盈利预测以外，其余公司 EPS 选取 Wind 一致预期

## 五、风险提示

### 行业竞争加剧的风险

公司所处的家具五金行业市场空间广阔但竞争激烈。一方面，高端市场仍由百隆、海蒂诗等国际品牌凭借深厚的品牌与技术壁垒主导；另一方面，中低端市场存在大量中小厂商，价格竞争激烈。若公司未能持续通过产品创新、品牌提升巩固其“高端性价比”定位，可能面临市场份额被侵蚀或盈利能力下滑的风险。

### 原材料价格波动风险

公司生产所需的主要原材料为钢材、铝材等大宗商品，其价格受宏观经济、产业政策及国际市场供需影响较大。若主要原材料价格出现剧烈上涨，而公司无法通过产品提价、工艺改进或供应链管理完全消化成本压力，将对毛利率水平产生不利影响。

### 房地产行业波动风险

公司产品需求与家具制造、家庭装修活动紧密相关，虽然没有直接面向房开商的收入敞口，但最终还是会受房地产行业景气度影响。若房地产市场持续低迷，导致新房装修及存量房



翻新需求大幅放缓，可能通过产业链传导，对公司产品的市场需求造成冲击。

#### 新业务拓展不及预期

公司将卫浴等品类作为第二增长曲线进行培育。新品类在市场认知、渠道建设、产品研发等方面均需投入大量资源并经历市场验证周期。若新业务拓展进度或市场接受度不及预期，可能影响公司的整体增长节奏与资源使用效率。

#### 限售股大额解禁的风险

2025年7月30日，公司在深交所主板上市，每股发行价格为15.43元，IPO募集资金总额6.2亿元，扣除发行费用后净募集资金5.1亿元。2026年1月30日，首发机构配售股份解禁，2026年7月30日，部分首发原股东限售股份和首发战略配售股份解禁。限售股进入市场流通后，可能对股价产生短期波动风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,620</b>	<b>2,222</b>	<b>2,857</b>	<b>3,617</b>	<b>4,704</b>	<b>6,167</b>
增长率		37.1%	28.6%	26.6%	30.1%	31.1%
主营业务成本	-1,107	-1,457	-1,833	-2,246	-2,919	-3,825
%销售收入	68.3%	65.6%	64.2%	62.1%	62.0%	62.0%
毛利	513	765	1,024	1,371	1,785	2,343
%销售收入	31.7%	34.4%	35.8%	37.9%	38.0%	38.0%
营业税金及附加	-10	-14	-24	-29	-38	-49
%销售收入	0.6%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-150	-207	-215	-260	-329	-432
%销售收入	9.3%	9.3%	7.5%	7.2%	7.0%	7.0%
管理费用	-71	-77	-101	-145	-179	-234
%销售收入	4.4%	3.5%	3.5%	4.0%	3.8%	3.8%
研发费用	-64	-94	-111	-127	-165	-216
%销售收入	3.9%	4.2%	3.9%	3.5%	3.5%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	218	373	573	811	1,075	1,411
%销售收入	13.4%	16.8%	20.0%	22.4%	22.9%	22.9%
财务费用	6	0	12	15	20	26
%销售收入	-0.4%	0.0%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	-3	-3	-7	-5	-7	-9
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0	0
投资收益	0	-1	1	0	0	1
%税前利润	0.1%	n.a	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	229	383	595	843	1,117	1,466
营业利润率	14.1%	17.2%	20.8%	23.3%	23.7%	23.8%
营业外收支	-1	0	1	1	1	1
税前利润	228	383	596	844	1,118	1,467
利润率	14.1%	17.2%	20.9%	23.3%	23.8%	23.8%
所得税	-22	-50	-64	-91	-121	-159
所得税率	9.7%	13.0%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%
净利润	206	333	531	752	997	1,309
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>206</b>	<b>333</b>	<b>531</b>	<b>752</b>	<b>997</b>	<b>1,309</b>
净利率	12.7%	15.0%	18.6%	20.8%	21.2%	21.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	206	333	531	752	997	1,309
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	45	64	82	91	112	133
非经营收益	9	19	-1	-4	1	-3
营运资金变动	5	184	61	-27	85	123
<b>经营活动现金净流</b>	<b>265</b>	<b>599</b>	<b>673</b>	<b>812</b>	<b>1,195</b>	<b>1,561</b>
资本开支	-346	-234	-333	-328	-317	-331
投资	0	0	0	0	0	0
其他	1	-4	3	0	0	1
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-345</b>	<b>-238</b>	<b>-330</b>	<b>-327</b>	<b>-317</b>	<b>-330</b>
股权募资	0	0	0	518	0	0
债权募资	82	48	-29	-99	-13	13
其他	-18	-46	-104	-304	-400	-524
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>64</b>	<b>2</b>	<b>-133</b>	<b>115</b>	<b>-413</b>	<b>-511</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-13</b>	<b>361</b>	<b>213</b>	<b>600</b>	<b>465</b>	<b>720</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	322	712	1,007	1,596	2,055	2,770
应收款项	118	122	165	172	221	285
存货	150	173	136	185	240	314
其他流动资产	33	24	31	85	88	92
流动资产	623	1,031	1,338	2,038	2,604	3,462
%总资产	44.4%	52.2%	53.5%	59.1%	61.9%	65.4%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	555	737	854	1,076	1,279	1,465
%总资产	39.6%	37.3%	34.1%	31.2%	30.4%	27.7%
无形资产	113	129	248	268	286	303
非流动资产	779	944	1,162	1,409	1,600	1,830
%总资产	55.6%	47.8%	46.5%	40.9%	38.1%	34.6%
<b>资产总计</b>	<b>1,401</b>	<b>1,974</b>	<b>2,500</b>	<b>3,447</b>	<b>4,204</b>	<b>5,292</b>
短期借款	93	142	112	13	0	13
应付款项	263	410	455	509	661	866
其他流动负债	82	131	132	166	214	283
流动负债	438	683	699	688	875	1,162
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	81	76	55	43	16	31
负债	519	759	754	732	891	1,193
<b>普通股股东权益</b>	<b>882</b>	<b>1,215</b>	<b>1,746</b>	<b>2,715</b>	<b>3,314</b>	<b>4,099</b>
其中：股本	360	360	360	400	400	400
未分配利润	362	671	1,171	1,623	2,221	3,006
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,401</b>	<b>1,974</b>	<b>2,500</b>	<b>3,447</b>	<b>4,204</b>	<b>5,292</b>

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.571	0.924	1.476	1.881	2.492	3.272
每股净资产	2.451	3.375	4.851	6.788	8.284	10.247
每股经营现金净流	0.736	1.663	1.871	2.030	2.987	3.903
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.752	0.997	1.309
<b>回报率</b>						
净资产收益率	23.31%	27.38%	30.43%	27.71%	30.08%	31.93%
总资产收益率	14.68%	16.85%	21.25%	21.83%	23.71%	24.73%
投入资本收益率	19.69%	23.41%	27.16%	26.31%	28.93%	30.46%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	9.91%	37.13%	28.57%	26.61%	30.05%	31.11%
EBIT 增长率	10.63%	71.50%	53.52%	41.58%	32.58%	31.29%
净利润增长率	25.06%	61.77%	59.72%	41.61%	32.48%	31.29%
总资产增长率	27.15%	40.89%	26.65%	37.86%	21.97%	25.87%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	23.9	17.4	15.7	15.3	15.5	15.5
存货周转天数	50.2	40.5	30.8	30.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	74.2	73.0	73.4	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	63.8	87.8	98.4	90.0	77.2	64.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-25.90%	-46.96%	-51.22%	-58.30%	-62.02%	-67.27%
EBIT 利息保障倍数	-37.3	-1,135.8	-46.8	-52.4	-53.4	-53.5
资产负债率	37.03%	38.45%	30.16%	21.22%	21.19%	22.55%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	3	6	6
增持	1	3	3	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.50</b>	<b>1.60</b>	<b>1.50</b>	<b>1.50</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究