

坚朗五金 (002791.SZ)

2022 年中报点评：压力期夯实成长基础，新场景新品类布局成果渐显

买入

核心观点

收入增速同比下滑，多因素致业绩阶段性承压。2022H1 公司实现营收 32.49 亿元，同比-6.84%，归母净利润-0.85 亿元，同比-122.5%，扣非归母净利润-0.83 亿元，同比-121.85%，EPS 为-0.27 元/股，基本符合此前业绩预告；其中 Q2 单季度实现营收 19.57 亿元，同比-12.81%，归母净利润 0.04 亿元，同比-98.77%，扣非归母净利润 0.1 亿元，同比-97.12%，收入增速下滑主因地产需求偏弱叠加疫情反复影响，同时原材料价格同比高位进一步拖累盈利。

新场景新品类布局成果渐显，盈利能力有望逐步修复。分产品看，2022H1 主要品类均受到不同程度影响，门窗五金系统/门窗配套件/点支承/门控/不锈钢护栏收入同比-16.69%/-14.52%/-15.83%/-15.34%/-5.23%，仅家居类/其他建筑五金同比+5.67%/+66.73%，主要受益于扩品类及新场景新品类放量贡献。2022H1 综合毛利率 28.84%，同比-9.49pp，其中 Q2 单季度毛利率 28.86%，同比-9.07pp，环比基本持平，主因原材料价格同比高位所致，Q2 单季度主要原材料不锈钢/锌合金/铝合金价格中枢同比增幅约达 23%/19%/14%，同时收入下滑带来费用摊薄效应减弱叠加逆势扩张带来投入增加，期间费用率同比+6.88pp 至 28.93%，其中销售/管理/财务/研发费用率同比+4.64pp/+1.2pp/+0.72pp/+0.33pp，预计随着原材料价格回落和扩张投入回归平稳，盈利能力有望逐步修复。

周转率有所放缓，负债率依旧可控。2022H1 公司实现经营活动现金流净额-6.46 亿元，上年同期为-5.49 亿元，应收账款周转率和存货周转率分别为 0.85/1.76，上年同期分别为 1.45/1.85。截止 2021H1 末，资产负债率 50.55%，同比+5.94pp，带息负债率 20.2%，同比+11.54pp，负债率有所提升，但总体依旧可控。

风险提示：地产复苏不及预期；原材料大幅上涨；新品类拓展不及预期；渠道下沉进度不及预期

投资建议：积极因素正逐步积累，中长期成长路径和空间可期，维持“买入”

短期多重压力集中测试下，公司逆势布局，持续下沉地级市和县城销售渠道、布局新品类和新场景销售，不断夯实未来增长基础，中长期成长路径和空间可期。目前积极因素正逐步积累，预计最坏的时候已经过去，未来有望逐步改善，考虑到地产复苏慢于预期，下调公司盈利预测，预计 22-24 年 EPS 至 2.01/3.14/4.54 元/股（前值 2.36/3.35/4.63 元/股），对应 PE 为 41.0/26.2/18.1x，综合考虑公司长期发展潜力，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,737	8,807	9,699	12,495	16,250
(+/-%)	28.2%	30.7%	10.1%	28.8%	30.0%
净利润(百万元)	817	889	645	1010	1460
(+/-%)	86.0%	8.8%	-27.4%	56.5%	44.6%
每股收益(元)	2.54	2.77	2.01	3.14	4.54
EBIT Margin	20.3%	17.9%	13.4%	14.9%	15.9%
净资产收益率 (ROE)	20.5%	18.6%	12.2%	16.5%	20.0%
市盈率 (PE)	32.4	29.8	41.0	26.2	18.1
EV/EBITDA	19.7	18.4	23.3	17.3	13.4
市净率 (PB)	6.64	5.52	4.99	4.33	3.63

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑材料·装修建材

证券分析师：黄道立

0755-82130685

huangdl@guosen.com.cn

S0980511070003

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	85.32 元
总市值/流通市值	27473/13737 百万元
52 周最高价/最低价	200.30/68.12 元
近 3 个月日均成交额	369.35 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《坚朗五金 (002791.SZ)：中报业绩预告点评-逆势布局全面拓展，蓄势下一轮增长》——2022-07-20

《坚朗五金 (002791.SZ) - 2021 年报及 2022 一季报点评：成长面临压力测试，依旧看好长期发展》——2022-04-27

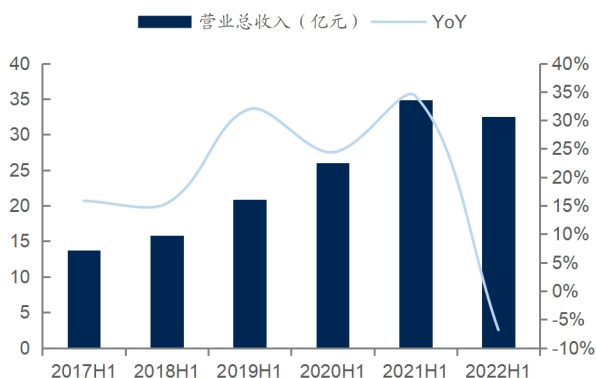
《坚朗五金-002791-2021 年中报点评：多重优势叠加，业务持续进化》——2021-08-18

《坚朗五金-002791-2020 年年报点评：成长逻辑持续兑现，股权激励彰显发展信心》——2021-04-09

《坚朗五金-002791-重大事件快评：不惧疫情影响，高增长再度超预期》——2021-01-11

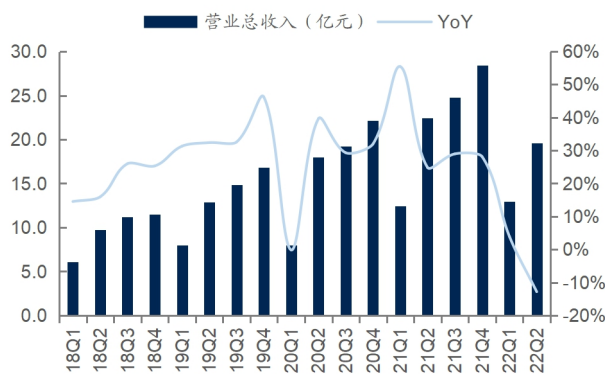
收入增速同比下滑，多因素致业绩阶段性承压。2022H1 公司实现营收 32.49 亿元，同比-6.84%，归母净利润-0.85 亿元，同比-122.5%，扣非归母净利润-0.83 亿元，同比-121.85%，EPS 为-0.27 元/股，基本符合此前业绩预告；其中 Q2 单季度实现营收 19.57 亿元，同比-12.81%，归母净利润 0.04 亿元，同比-98.77%，扣非归母净利润 0.1 亿元，同比-97.12%，收入增速下滑主因地产需求偏弱叠加疫情反复影响，同时原材料价格同比高位进一步拖累盈利。

图1：坚朗五金营业收入及增速（单位：亿元、%）



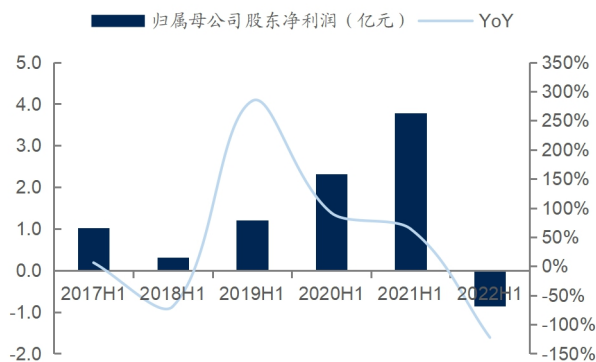
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：坚朗五金单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



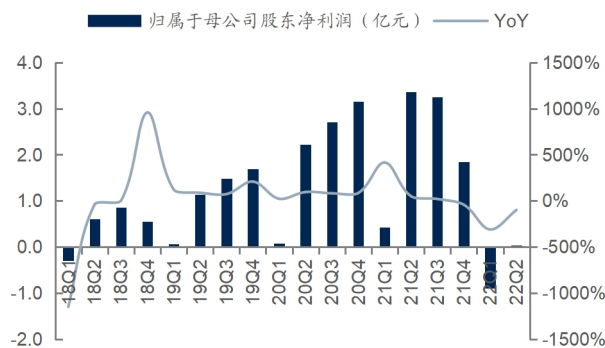
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：坚朗五金归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

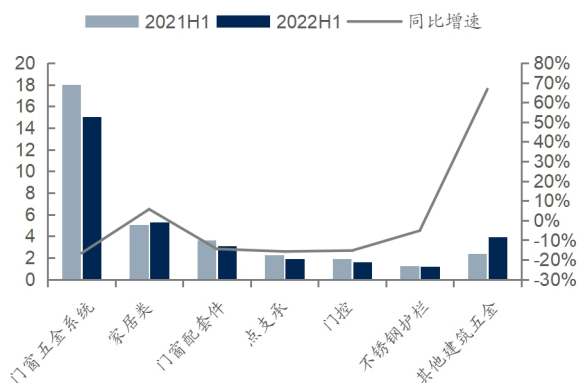
图4：坚朗五金单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

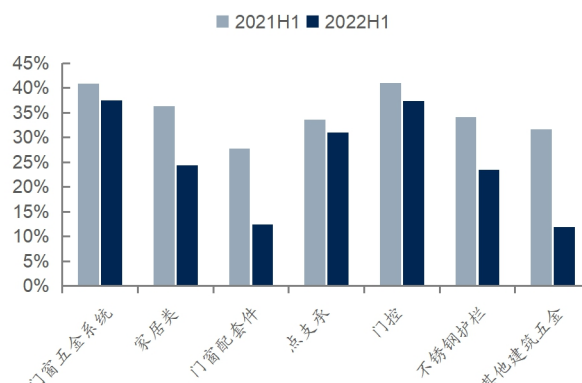
新场景新品类布局成果渐显，盈利能力有望逐步修复。分产品看，2022H1 主要品类均受到不同程度影响，其中门窗五金系统/门窗配套件/点支承/门控/不锈钢护栏收入同比-16.69%/-14.52%/-15.83%/-15.34%/-5.23%，仅家居类/其他建筑五金同比+5.67%/+66.73%，主要受益于扩品类及新场景新品类放量贡献。2022H1 综合毛利率 28.84%，同比-9.49pp，其中 Q2 单季度毛利率 28.86%，同比-9.07pp，环比基本持平，主因原材料价格同比高位所致，Q2 单季度主要原材料不锈钢/锌合金/铝合金价格中枢同比增幅约达 23%/19%/14%，同时收入下滑带来费用摊薄效应减弱叠加逆势扩张带来投入增加，期间费用率同比+6.88pp 至 28.93%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比+4.64pp/+1.2pp/+0.72pp/+0.33pp，预计随着原材料价格回落和扩张投入回归平稳，盈利能力有望逐步修复。

图5：坚朗五金分产品收入及增速（单位：亿元；%）



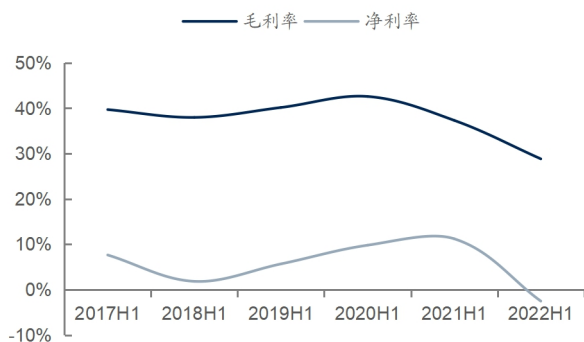
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：坚朗五金分产品毛利率（单位：%）



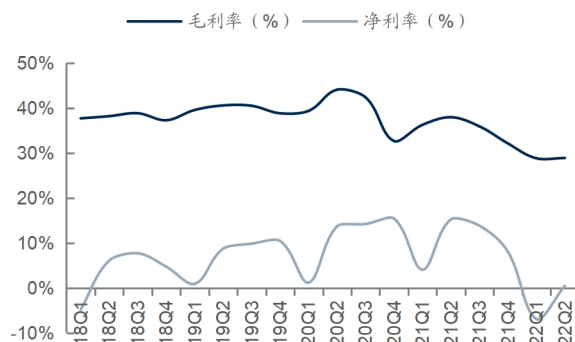
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：坚朗五金毛利率和净利率（单位：%）



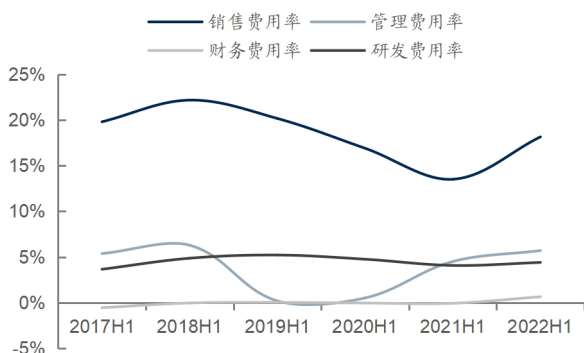
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：坚朗五金单季度毛利率和净利率（单位：%）



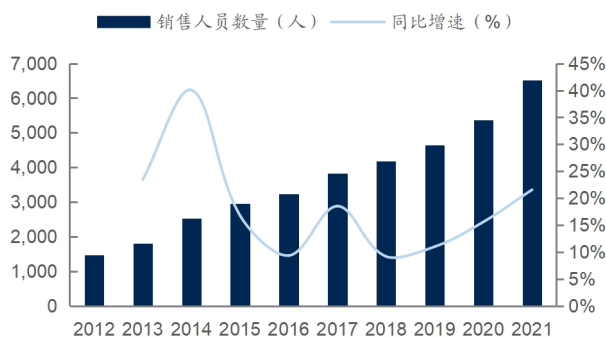
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：坚朗五金期间费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

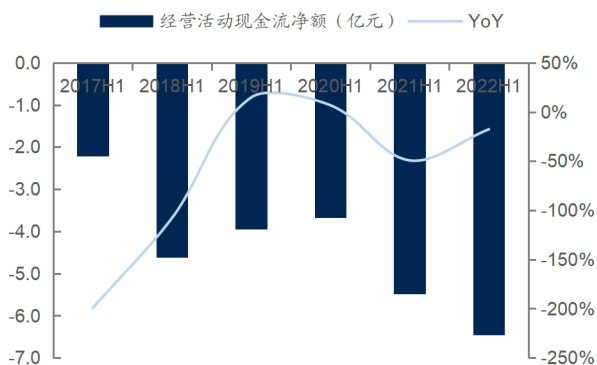
图10：坚朗五金销售人员数量及增速（单位：人；%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

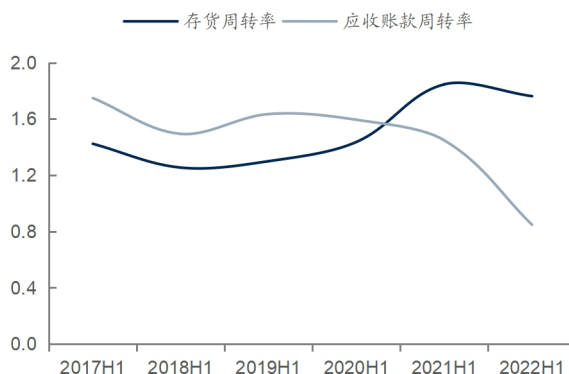
周转率有所放缓，负债率依旧可控。2022H1 公司实现经营活动现金流净额-6.46 亿元，上年同期为-5.49 亿元，应收账款周转率和存货周转率分别为 0.85/1.76，上年同期分别为 1.45/1.85。截止 2021H1 末，资产负债率 50.55%，同比+5.94pp，带息负债率 20.2%，同比+11.54pp，负债率有所提升，但总体依旧可控。

图11：坚朗五金经营性净现金流及增速（单位：亿元、%）



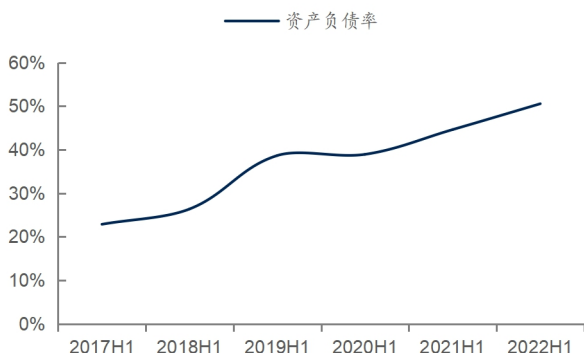
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：坚朗五金应收账款周转率和存货周转率（单位：次）



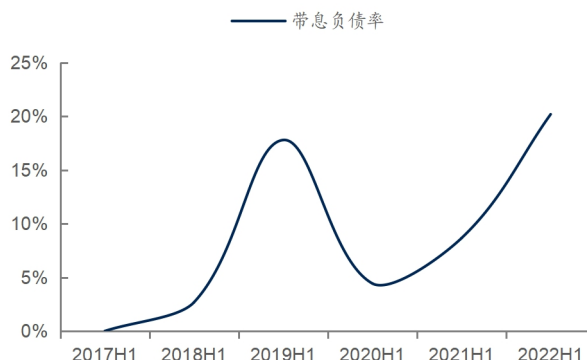
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13：坚朗五金资产负债率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14：坚朗五金有息负债率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

积极因素正逐步积累，中长期成长路径和空间可期，维持“买入”评级。短期多重压力集中测试下，公司逆势布局，持续下沉地级市和县城销售渠道、布局新品类和新场景销售，不断夯实未来增长基础，中长期成长路径和空间可期。目前积极因素正逐步积累，预计最坏的时候已经过去，未来有望逐步改善，考虑到地产复苏慢于预期，下调公司盈利预测，预计 22-24 年 EPS 至 2.01/3.14/4.54 元/股（前值 2.36/3.35/4.63 元/股），对应 PE 为 41.0/26.2/18.1x，综合考虑公司长期发展潜力，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1002	1522	1823	2226	2918	营业收入	6737	8807	9699	12495	16250
应收款项	2692	4537	5096	6434	8368	营业成本	4092	5703	6498	8309	10725
存货净额	1035	1255	1452	1822	2356	营业税金及附加	50	55	58	75	97
其他流动资产	180	464	485	625	650	销售费用	930	1108	1455	1749	2194
流动资产合计	5302	7929	9009	11259	14443	管理费用	300	362	390	499	645
固定资产	921	1168	1381	1499	1609	财务费用	10	16	41	48	54
无形资产及其他	271	290	329	367	413	投资收益	(3)	(15)	(10)	(20)	(30)
投资性房地产	125	338	338	338	338	资产减值及公允价值变动	23	17	15	15	15
长期股权投资	141	248	304	385	453	其他收入	(383)	(433)	(450)	(550)	(700)
资产总计	6759	9973	11360	13848	17256	营业利润	992	1131	812	1260	1819
短期借款及交易性金融负债	43	397	600	600	800	营业外净收支	(2)	(8)	(5)	(5)	(5)
应付款项	1560	3106	3380	4544	5875	利润总额	990	1123	807	1255	1814
其他流动负债	936	1043	1289	1591	2074	所得税费用	121	160	109	163	236
流动负债合计	2540	4547	5269	6735	8749	少数股东损益	52	73	52	82	118
长期借款及应付债券	61	169	172	172	172	归属于母公司净利润	817	889	645	1010	1460
其他长期负债	48	230	329	469	588						
长期负债合计	109	400	501	641	760	现金流量表（百万元）					
负债合计	2649	4946	5770	7376	9510	净利润	817	889	645	1010	1460
少数股东权益	123	232	279	353	459	资产减值准备	64	15	27	13	13
股东权益	3988	4794	5310	6119	7287	折旧摊销	111	130	86	96	104
负债和股东权益总计	6759	9973	11360	13848	17256	公允价值变动损失	(23)	(17)	(15)	(15)	(15)
						财务费用	10	16	41	48	54
关键财务与估值指标						营运资本变动	(451)	(711)	(133)	(229)	(547)
每股收益	2.54	2.77	2.01	3.14	4.54	其它	(17)	41	21	61	94
每股红利	0.23	0.65	0.40	0.63	0.91	经营活动现金流	501	347	631	936	1109
每股净资产	12.40	14.91	16.52	19.03	22.66	资本开支	0	(378)	(350)	(250)	(258)
ROIC	39%	31%	21%	28%	35%	其它投资现金流	22	241	0	0	0
ROE	20%	19%	12%	17%	20%	投资活动现金流	17	(244)	(406)	(331)	(326)
毛利率	39%	35%	33%	34%	34%	权益性融资	(0)	36	0	0	0
EBIT Margin	20%	18%	13%	15%	16%	负债净变化	58	109	3	0	0
EBITDA Margin	22%	19%	14%	16%	17%	支付股利、利息	(74)	(208)	(129)	(202)	(292)
收入增长	28%	31%	10%	29%	30%	其它融资现金流	(142)	580	203	0	200
净利润增长率	86%	9%	-27%	57%	45%	融资活动现金流	(173)	417	77	(202)	(92)
资产负债率	41%	52%	53%	56%	58%	现金净变动	345	520	301	403	691
息率	0.3%	0.8%	0.5%	0.8%	1.1%	货币资金的期初余额	657	1002	1522	1823	2226
P/E	32.4	29.8	41.0	26.2	18.1	货币资金的期末余额	1002	1522	1823	2226	2918
P/B	6.6	5.5	5.0	4.3	3.6	企业自由现金流	(340)	394	726	1238	1552
EV/EBITDA	19.7	18.4	23.3	17.3	13.4	权益自由现金流	(424)	1082	896	1197	1705

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032