

买入

坚朗五金（002791.SZ）

逆境布局全面拓展，蓄势下一轮增长

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 建筑材料 · 装修建材

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：	黄道立	0755-82130685	huangdl@guosen.com.cn	执证编码：S0980511070003
证券分析师：	陈颖	0755-81981825	chenying4@guosen.com.cn	执证编码：S0980518090002
证券分析师：	冯梦琪	0755-81982950	fengmq@guosen.com.cn	执证编码：S0980521040002

事项：

公司发布 2022 年半年度业绩预告，预计 2022 年上半年营业收入 32.43 至 32.78 亿元，同比减少 6%-7%，实现归母净利润-0.75 至-0.85 亿元，上年同期为 3.79 亿元，扣非净利润-0.74 至-0.83 亿元，上年同期为 3.8 亿元。

国信建材观点：1) 业绩承压主因：①受疫情反复、地产行业及宏观环境等叠加因素影响，下游客户需求减少，收入增速回落；②Q2 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%，原材料价格同比仍属高位，导致毛利率同比承压；③受收入下滑影响，费用率摊薄效应减弱，叠加逆势扩张销售团队，使得销售费用同比明显提升，截至 2021 年末公司销售人员 6518 人，同比+21.6%，2022Q1 人员进一步增加了 10%；2) 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；短期来看，地产积极因素正逐步积累、原材料价格已逐步回落，预计最坏的时候已经过去，下半年有望逐步改善，考虑到短期毛利率和费用率压力仍存，我们下调公司 22-24 年 EPS 至 2.36/3.35/4.63 元/股（此前为 3.39/4.68/6.27 元/股），对应 PE 为 37.1/26.1/18.9x，综合考虑公司长期发展潜力，维持“买入”评级。3) 风险提示：地产复苏不及预期；原材料价格大幅上涨；新产品销售推广不及预期；疫情反复。

评论：

◆ 多因素叠加影响，业绩阶段性承压

根据公司公告，上半年实现营业收入 32.43 至 32.78 亿元，归母净利润-0.75 至-0.85 亿元，基于公司预告区间，预计 Q2 单季度实现营业收入 19.51 至 19.86 亿元，同比减少 11.5%-13.1%，归母净利润 443.6 至 1443.6 万元，同比减少 95.7%-98.7%，业绩承压主因：1) 受疫情反复、地产行业及宏观环境等叠加因素影响，下游客户需求减少，收入增速回落；2) 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%，原材料价格同比仍属高位，导致毛利率同比承压；3) 受收入下滑影响，费用率摊薄效应减弱，叠加逆势扩张销售团队，使得销售费用同比明显提升，截至 2021 年末公司销售人员 6518 人，同比+21.6%，2022Q1 人员进一步增加了 10%。

◆ 逆势布局全面拓展，奠定中长期成长基础

面对下游需求承压、疫情扰动和原材料上涨等外部挑战，公司逆势布局、精耕细作，主观动能全面释放，有望将“痛点”转化为“机遇”，为中长期成长性奠定基础：1) **加快渠道下沉进度**：截止 2021 年末公司国内外销售网点超 800 个，覆盖了国内除西藏外所有地级市，上半年新增县城联络点约 150 个，渠道下沉持续深化；2) **新品类拓展和新场景集成销售**：公司持续扩大和延伸产品线，已初步形成了以建筑门窗幕墙五金为核心的建筑配套件集成供应商的战略布局，部分新产品经过培育已形成较快增长，如智能锁、密封胶条、新风系统等，7 月 1 日公告与东莞市塘厦镇政府签订战略合作框架协议，拟投资建设坚朗智能家居及智慧安防产品制造项目，计划投资总额约 20 亿元，将进一步增强并巩固在智能家居、智慧小区领域的竞争力，同时公司围绕新品类拓展加大非地产的新场景销售和新市场业务，如学校、医院、中小酒店等

项目，有望形成补充和支撑；3）**搭建协同平台延伸需求服务**：随着客户和市场需求不断延伸，2019年初针对B端及C端引流客户开发了线上服务平台-坚朗云采，围绕“服务，支持，减负，增效”目标，服务于客户和销售人员，打造“线上线下一体化”的新型业务模式，提升客户的响应速度和下单效率，同时面对“产品、方案集成+安装服务+售后服务”一站式服务需求，公司已适时启动了工程项目协同服务平台项目，建立一站式服务体系，提升销售系统和产品安装市场整体服务水平。

◆ **投资建议**：主观动能全面释放，中长期成长趋势确定，维持“买入”评级

作为国内建筑配套件集成供应的领导者，渠道和产品集成优势明显，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。短期来看，地产积极因素正逐步积累、原材料价格已逐步回落，预计最坏的时候已经过去，下半年有望逐步改善，考虑到短期毛利率和费用率压力仍存，我们下调公司22-24年EPS至2.36/3.35/4.63元/股（此前为3.39/4.68/6.27元/股），对应PE为37.1/26.1/18.9x，综合考虑公司长期发展潜力，维持“买入”评级。

◆ **风险提示**

地产复苏不及预期；原材料价格大幅上涨；新产品销售推广不及预期；疫情反复。

相关研究报告：

《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

《坚朗五金-002791-2020年三季报点评：业绩再度超预期，成长动力依旧充足》——2020-10-31

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1002	1522	1700	2176	2953	营业收入	6737	8807	10580	13489	17014
应收款项	2692	4537	5559	6946	8761	营业成本	4092	5703	7067	8970	11229
存货净额	1035	1255	1581	1968	2467	营业税金及附加	50	55	63	81	102
其他流动资产	180	464	529	674	681	销售费用	930	1108	1587	1956	2382
流动资产合计	5302	7929	9521	11918	15014	管理费用	300	362	424	538	675
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	11872	14506	17827	营业利润	992	1131	952	1342	1856
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	3680	4910	6154	利润总额	990	1123	947	1337	1851
其他流动负债	936	1043	1404	1728	2185	所得税费用	121	160	128	174	241
流动负债合计	2540	4547	5683	7238	9139	少数股东损益	52	73	62	87	120
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	757	1076	1490
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）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	2649	4946	6184	7879	9899	净利润	817	889	757	1076	1490
少数股东权益	123	232	288	366	474	资产减值准备	64	15	27	13	13
股东权益	3988	4794	5400	6261	7453	折旧摊销	111	130	86	96	104
负债和股东权益总计	6759	9973	11872	14506	17827	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	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(451)	(711)	(354)	(213)	(487)
每股收益	2.54	2.77	2.36	3.35	4.63	其它	(17)	41	29	66	96
每股红利	0.23	0.65	0.47	0.67	0.93	经营活动现金流	501	347	530	1023	1201
每股净资产	12.40	14.91	16.79	19.47	23.18	资本开支	0	(378)	(350)	(250)	(258)
ROIC	39%	31%	23%	28%	35%	其它投资现金流	22	241	0	0	0
ROE	20%	19%	14%	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%	14%	14%	15%	负债净变化	58	109	3	0	0
EBITDA Margin	22%	19%	14%	15%	16%	支付股利、利息	(74)	(208)	(151)	(215)	(298)
收入增长	28%	31%	20%	28%	26%	其它融资现金流	(142)	580	203	0	200
净利润增长率	86%	9%	-15%	42%	39%	融资活动现金流	(173)	417	54	(215)	(98)
资产负债率	41%	52%	55%	57%	58%	现金净变动	345	520	178	477	777
息率	0.3%	0.7%	0.5%	0.8%	1.1%	货币资金的期初余额	657	1002	1522	1700	2176
P/E	34.4	31.6	37.1	26.1	18.9	货币资金的期末余额	1002	1522	1700	2176	2953
P/B	7.1	5.9	5.2	4.5	3.8	企业自由现金流	(340)	394	625	1325	1644
EV/EBITDA	20.9	19.4	22.5	17.6	13.9	权益自由现金流	(424)	1082	796	1284	1797

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