

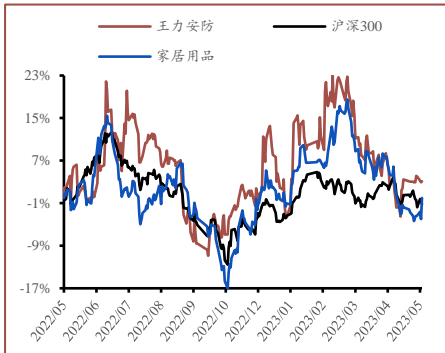
## 产能释放周期下，公司 ROE 拐点将至

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(首次)

<b>基本数据</b>	<b>2023-05-17</b>
收盘价(元)	9.42
流通股本(亿股)	0.74
每股净资产(元)	3.77
总股本(亿股)	4.43

最近 12 月市场表现



分析师 毕春晖  
SAC 证书编号: S0160522070001  
bich@ctsec.com

相关报告

### 核心观点

- ❖ **门锁专家，专注行业十余年：**王力安防始于 1996 年，成立于 2005 年，是中国门锁行业引领者，2022 年公司品牌价值超 300 亿元行业第一。公司以门锁业务核心，收入占比超 90%，在发展传统安全门产品的同时，公司积极开发智能门锁等新时代产品，2022 年收入规模为 1.51 亿元，占比达 6.87%。
- ❖ **百亿市场稳发展，行业出清迎机遇：**安全门分为入户安全门和公区门，从下游的需求结构看，入户安全门大部分用于地产住宅相关领域，而公区门主要用于住宅楼的楼通道门及管井门等住宅、办公楼和商业的公共领域，根据我们测算近几年两者的市场空间合计在 500-600 亿元，随着地产进入平稳发展状态，安全门需求有望逐步保持稳定。而供给侧，行业集中度低，龙头企业之间尚未拉开差距，第一品牌王力安防市占率不足 5%，但受近几年疫情和地产的双重影响，小企业出清加速，头部企业虽也有受损，但依旧保持平稳发展，未来看品牌龙头或凭借综合实力持续提高市场占有率。
- ❖ **公司拐点将至，成本向下 ROE 向上：**公司总部永康工厂设计产能 200 万樘，2021 年基地开始转固，而 2022 年实际产能为 84 万樘，因此仅折旧费就已达到 56 元/樘，2023 年其产量有望大幅提升，折旧费或降至 33 元/樘。未来，随着新基地产能的爬坡，企业成本曲线有望向下，利润率提升，同时伴随着资产周转的加快，公司 ROE 将触底回升。参考其他建材龙头看，生产基地的智能化和产能释放过程下，成本费用得到摊销，净利率和资产周转率得到提升，带动 ROE 的提升；江山欧派为例，募投项目的投产过程中，ROE 从不足 14%提升至超过 20%；蒙娜丽莎则在藤县基地投产后 ROE 稳步上升至 17.78%。
- ❖ **投资建议：**短期来看，公司新基地产能爬坡带来净利率和周转率的提升，ROE 有望迎来拐点。中长期看，行业集中度低，公司凭借综合实力，有望在竞争中脱颖而出。我们预计 2023-2025 年公司分别实现归属净利润 2.33/3.19/3.82 亿元，最新收盘价对应 PE 为 18x/13x/11x。首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**宏观经济下行风险、原材料价格上涨风险、新产能投产不及预期

### 盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2645	2203	2822	3465	4145
收入增长率(%)	25.1	-16.7	28.1	22.8	19.6
归母净利润(百万元)	138	-43	233	319	382
净利润增长率(%)	-42.6	-131.3	641.2	37.2	19.5
EPS(元/股)	0.3	-0.1	0.5	0.7	0.9
PE	40.1	—	18.0	13.1	10.9
ROE(%)	8.0	-2.6	12.3	14.5	14.7
PB	3.2	2.4	2.2	1.9	1.6

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

## 内容目录

1	门锁专家，专注行业十余年.....	5
1.1	专注门锁，开拓智能领域.....	5
1.2	股权架构稳定，激励共享发展成果.....	6
1.3	拓展渠道，延生智能业务，公司稳健成长.....	8
2	百亿市场稳发展，行业出清迎机遇.....	11
2.1	安全门：隔内外之分，护一家之全.....	11
2.2	成本高位下行可期，需求稳定渠道是关键.....	13
2.2.1	上游：以钢为材，价格高位下行可期.....	14
2.2.2	中游：大行业小企业，王力业内品牌第一.....	15
2.2.3	下游：地产为主，工程渠道是关键.....	17
2.3	政策趋严，出清加速，头部显著受益.....	20
3	公司拐点将至，成本向下 ROE 向上.....	22
3.1	产能释放拐点将至，成本向下 ROE 向上.....	22
3.2	多维渠道布局，增规模分风险.....	25
3.2.1	B 端渠道：直销经销并行，稳发展是核心.....	26
3.2.2	C 端渠道：多维优势巩固，渠道质量定胜负.....	28
3.3	升级换代，智能化启动二次成长.....	30
4	盈利预测与投资建议.....	31
5	风险提示.....	33

## 图表目录

图 1.	门锁第一品牌，品牌价值突出.....	5
图 2.	历经发展成就门锁龙头.....	6
图 3.	股权集中，管理架构稳定（截至 2023Q1）.....	7
图 4.	地产回暖带动需求好转，2023Q1 营收回归正增长.....	8
图 5.	钢质安全门为公司主业.....	9
图 6.	2022 年公司产品毛利率受原材料影响承压下滑.....	9
图 7.	原材料高位震荡下行，2023Q1 毛利率触底回升.....	9
图 8.	净利率在毛利率提升和费用摊销下触底回升.....	9

图 9. 产能爬坡中，2023Q1 期间费用率进入下行通道.....	10
图 10. 优化管理，规模提升，23Q1 销售管理费用率下降.....	10
图 11. 原材料高位震荡下降，产能爬坡成本费用下降，2023Q1 业绩向好.....	11
图 12. 门锁生产工艺繁琐，程序复杂.....	13
图 13. 上游钢材及五金材料，中游制造业，下游地产为主.....	14
图 14. 产业上游以钢材为主.....	14
图 15. 钢材价格指数或高位震荡下行.....	14
图 16. 安全门整体市场空间在 500-600 亿.....	15
图 17. 安全门发展历程，迭代升级智能化.....	17
图 18. 房屋安全门布局.....	17
图 19. 政策要求逐步趋严.....	21
图 20. 与小企业相比，公司价格传导较为顺畅.....	22
图 21. 公司智能化工厂.....	23
图 22. 公司产能分布.....	23
图 23. 江山欧派 ROE 随产能释放而提升.....	23
图 24. 蒙娜丽莎 ROE 随产能释放而提升.....	23
图 25. 2018-2020 年江山欧派 ROE 拐点明确.....	24
图 26. 江山欧派 2018-2020 年净利率和资产周转率上升.....	24
图 27. 2018-2020 年蒙娜丽莎 ROE 拐点明确.....	25
图 28. 2018-2020 年蒙娜丽莎 ROE 拆分指标向上.....	25
图 29. 公司渠道分类.....	26
图 30. 工程渠道逐步成为公司主要收入来源之一.....	26
图 31. 经销和工程渠道毛利率相差不大.....	26
图 32. 公司智能化工厂领先行业.....	27
图 33. 公司持续保持安全门领域地产首选率第一.....	27
图 34. 经销商数量稳步提升.....	28
图 35. 经销商淘汰率维持一定区间.....	28
图 36. 公司品牌价值持续提升.....	29
图 37. 公司广告投入持续加大.....	29
图 38. 国内智能门锁渗透率提升空间大.....	30
图 39. 2022 年智能门锁业务增速承压.....	30
图 40. 智能门锁产品的创新历史.....	31
图 41. 研发人数占比提升.....	31

图 42. 研发费用稳步提升.....	31
表 1. 公司股权激励方案.....	7
表 2. 安全门种类.....	12
表 3. 安全门行业各主要参与企业.....	16
表 4. 地产政策持续宽松.....	18
表 5. 入户安全门市场空间测算.....	20
表 6. 公司产能释放下折旧费用摊薄.....	23
表 7. 公司差异化产品.....	29
表 8. 公司业务拆分及盈利预测.....	32
表 9. 可比公司估值表（截至 2023 年 5 月 17 日）.....	33

## 1 门锁专家，专注行业十余年

### 1.1 专注门锁，开拓智能领域

门锁领域的专家，智能领域的开拓者。王力安防创始于1996年，成立于2005年，是中国门锁行业引领者，于2021年2月24日在上海证券交易所上市，并且是全国安防门锁行业首家上市企业。公司以锁具研发为核心，以成熟的安全门研发、生产体系为支撑，向市场提供优质的门、锁产品，品牌价值位列行业第一，截至2022年公司品牌价值超300亿元。

目前，除了保持传统门锁领域优势外，公司在全球设有五大研发基地，六大研发中心以及与北大联合成立的智能家居安全性能联合实验室，相继研发了拥有四大黑科技的机器人安全门等高端智能家居产品，发挥营销、智能制造、规模化以及品牌和地域优势，持续探索行业前沿技术，秉持着“研发一代，使用一代，储备多代”的理念，引领行业发展。

图1.门锁第一品牌，品牌价值突出

1996

开创王力

312.81

品牌价值312.81亿

9

连续9年中国房地产500强首选  
供应商

5000W+

全球累计使用家庭  
超5000万

2亿+

累计2亿用户

10000+

销售网点和服务网点  
1万家

数据来源：公司官网、财通证券研究所

公司发展历程可分为三个阶段：

#### 第一阶段（1996-2005年）：借助外资，初创站稳

1996年创立永康市王力机械制造有限公司，创业之初就与亚萨合莱进行合作，合作长达7年以上，注册资本1.8亿元。其中亚萨合莱以美元现汇折合人民币1.26亿元出资，持股70%；王力集团以机器设备、存货和专利权作价0.54亿元出资，持股30%。次年进军防盗门行业，后发明多向自动锁，获得国家发明专利，实现关门自动上锁，于2001年组建王力集团有限公司。

#### 第二阶段（2005-2020年）：成立企业，跬步前行

2005年3月29日在浙江省永康市，王跃斌作为法定代表人，成立王力安防科技股份有限公司，股本总额36900.00万元，其中王力集团为主要发起人，持有

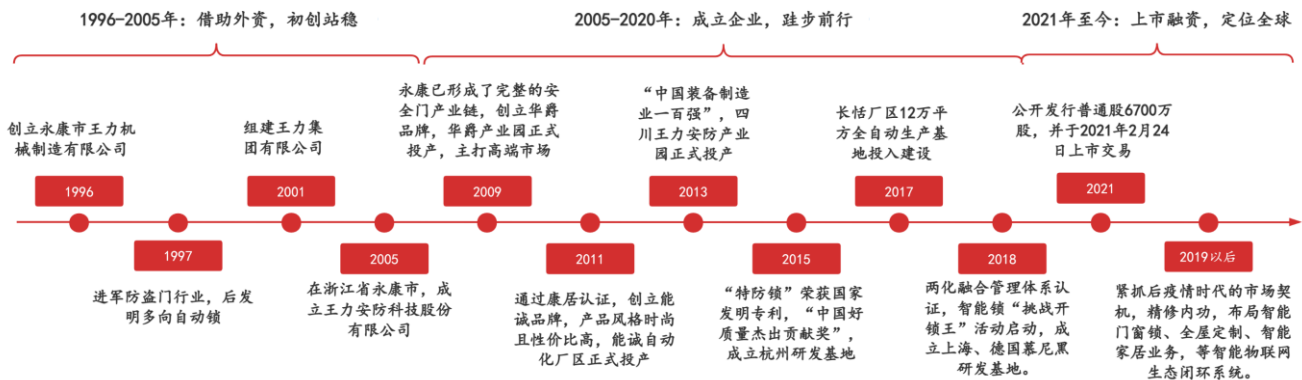
19372.50 万股，占总股本的 52.50%。2009 年中国建筑金属结构协会批准了永康市人民政府《关于要求授予永康市“中国门都”称号的请示》，公司也随之创立华爵品牌，华爵产业园正式投产，主打高端市场；2011 年通过康居认证，创立能诚品牌，产品风格时尚且性价比高，能诚自动化厂区正式投产；2013 年“中国装备制造业一百强”，四川王力安防产业园正式投产；2015 年“特防锁”荣获国家发明专利，取得五星级品牌和售后服务体系认证，“中国好质量杰出贡献奖”，成立杭州研发基地；2017 年，长恬厂区 12 万平方全自动生产基地投入建设；2018 年两化融合管理体系认证，智能锁“挑战开锁王”活动启动，成立上海、德国慕尼黑研发基地。

### 第三阶段（2021 年至今）：上市融资，定位全球

2021 年 2 月 5 日公司公开发行普通股 6700 万股，并于 2021 年 2 月 24 日上市交易；发行后公司股本总额为 43600 万股，其中王力集团持股 19373 万股，持股比例 44.43%。

现阶段，公司紧抓后疫情时代的市场契机，克服原材料上涨的外部不利因素，精修内功，不断调整完善产品结构，建设强化营销服务体系，加大工程渠道客户的开发力度，同时加大品牌推广力度，并继续拓展产品品类，布局智能门窗锁、全屋定制、智能家居业务，为客户打造智能安防、智能家居乃至智慧社区等智能物联网生态闭环系统。

图2. 历经发展成就门锁龙头

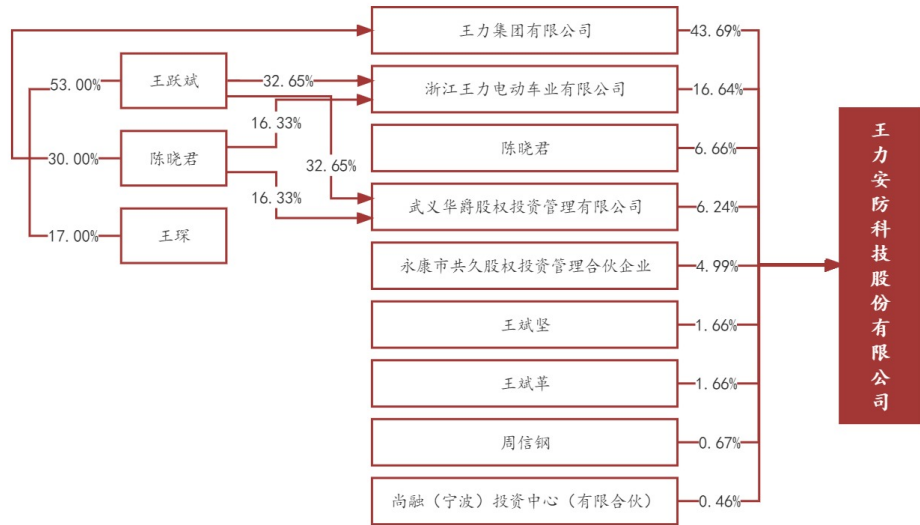


数据来源：公司官网、财通证券研究所

## 1.2 股权架构稳定，激励共享发展成果

**股权集中，管理架构稳定。**截至 2023Q1，公司总股本 4.43 亿股，核心持股人是王跃斌及其妻女陈晓君和王琛，分别持股 34.13%、27.01%和 12.10%，合计 73.24%。除此之外，员工持股平台共久投资持股 4.99%，与公司共享发展红利。

图3.股权集中，管理架构稳定（截至 2023Q1）



数据来源：wind、财通证券研究所

上市首颁股权激励，与员工共享发展成果。2022 年公司颁布上市以来首次股权激励计划，本次激励计划涉及 324 员工，授予数量为 1360 万股限制性股票，占公告时公司股本总额 3.12%，授予价格为 4.67 元/股。股权激励计划的颁发有利于优化公司战略组织、人岗匹配、薪酬福利体系，激发公司全体员工内在驱动力，确保实现公司长期的经营目标及后续长远规划。

而从考核目标看，2022 年设置触发值和目标值，达成不同的指标获得不同的解除限售比例，计算公式为：解除限售比例  $M=X*50\%+Y*50\%$ ；其中 X 为营收考核，满足 2022 年营收增速同比增长+5%/+20%，对应获得 40%/100%，Y 为净利润考核，2022 年净利润增速同比增长+15%/+50%，对应获得 40%/100%。而 2023 年不设置触发值和目标值，营收和净利润分为均达标/其一达标/均不达标，对应解锁比例为 100%/50%/0%，考核的指标为以 2021 年为基数，2023 年营收和净利润增长率分别为 56%/110%。

表1.公司股权激励方案

解除限售期		第一个解除限售期	第二个解除限售期
营业收入 (A)	目标值 (Am)	以 2021 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 20%	以 2021 年营业收入为基数,2023 年营业收入增长率不低于 56%
	触发值 (An)	以 2021 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 5%	
净利润 (B)	目标值 (Bm)	以 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 50%	以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 110%
	触发值 (Bn)	以 2021 年净利润为基数 2022 年净利润增长率不低 15%	
解除限售	考核系数	$A \leq a_n, X=0\%$ $A_n \leq A \leq A_m$ $X=40\%$ $A \geq a_m$ $X=100\%$	
		A、B 均达标	
		A、B 二者达标其一	

	$B \leq B_n, Y=0\%$ $B_n \leq B \leq B_m$ $Y=40\%$ $B \geq B_m$ $Y=100\%$	A、B 均未达标
解除限售比例	$X*50\%+Y*50\%$	100%
		50%
		0%

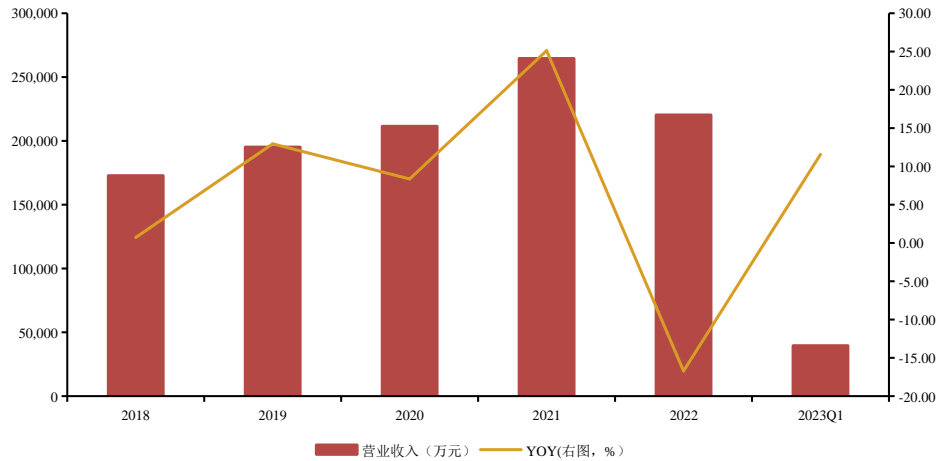
数据来源：公司公告、财通证券研究所

### 1.3 拓展渠道，延生智能业务，公司稳健成长

**地产回暖带动需求好转，2023Q1 营收回归正增长。**2016-2021 年，公司营收从 14.50 亿元提升至 26.45 亿元，CAGR 为 12.77%，期间公司产能稳步提升，加之工程渠道拓展顺利，支撑收入规模稳步增长。其中 2019-2021 年，公司分别实现营收 19.51/21.14/26.45 亿元，同比增速分别为 12.95%/8.36%/25.12%，2021 年营收高增主要系各渠道、各产品种类拓展顺利，均实现不同幅度的增长。

2022 年公司实现营收 22.03 亿元，同比下降 16.72%，营收增速承压主要系地产需求疲软且客户风险增大，公司严控风险优选客户，加之疫情影响，业务流程放缓所致。2023Q1 公司实现营收 3.95 亿元，同比上升 11.57%，营收增速回暖主要系地产需求稳步复苏，加之外部不利因素边际改善，业务流程重回正轨所致。

图4.地产回暖带动需求好转，2023Q1 营收回归正增长

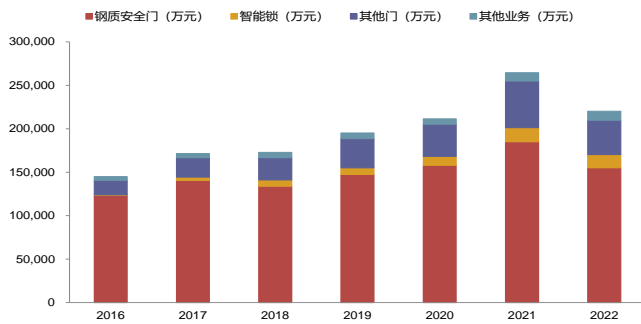


数据来源：wind、财通证券研究所

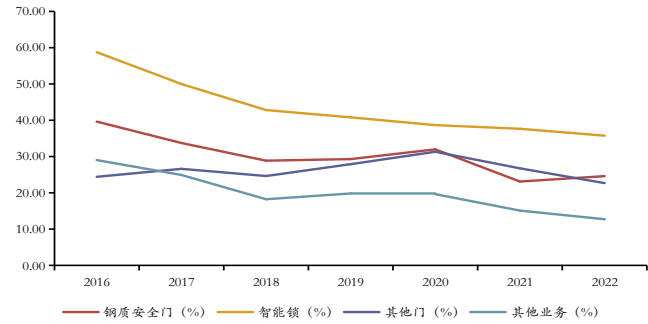
**延生门锁业务，营收结构多元化。**从业务构成看，公司业务包括钢质安全门、智能锁、其他门和其他业务等。2022 年，公司钢质安全门销售营收为 15.52 亿元，毛利率为 24.60%，占营收比重为 73.92%；智能锁销售营收为 1.51 亿元，毛利率为 35.75%，占营收比重为 7.21%；其他门销售营收 3.96 亿元，毛利率为 22.67%，占营收比重为 18.87%。



从过往收入占比看，钢质安全门业务呈现总体下降趋势。最初公司产品单一，主要依靠钢质安全门销售盈利，钢质安全门销售营收占比在 85% 以上，后随公司在产品多元化、销售渠道等方面不断拓展，智能锁业务得到快速发展，智能锁业务的营收占比从 2016 年的 0.28% 提升至 2022 年的 7.21%，而钢质安全门销售占比则从 2016 年的 85.23% 下降至 2022 年的 73.92%，业务结构多元化。

**图5.钢质安全门为公司主业**


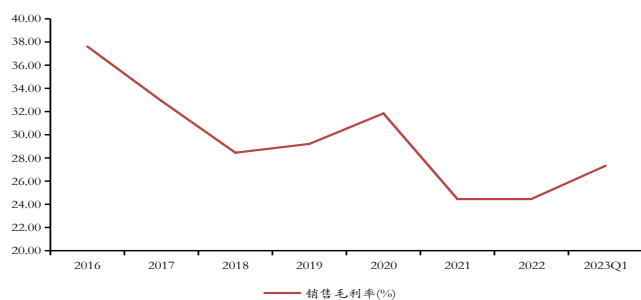
数据来源: wind、财通证券研究所

**图6.2022年公司产品毛利率受原材料影响承压下滑**


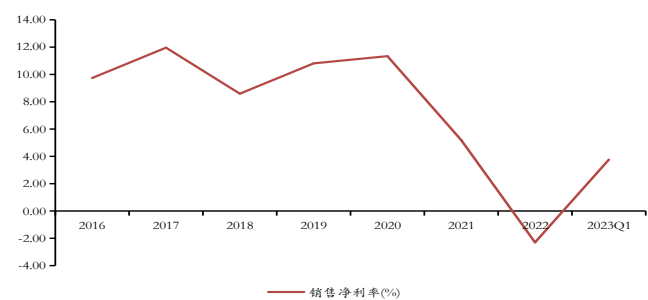
数据来源: wind、财通证券研究所

**原材料高位震荡下行，2023Q1 利润率触底回升。**利润率方面，公司毛利率从 2016 年的 37.61% 下降至 2018 年的 28.45%，主要系公司工程渠道业务占比提升，产品均价有所降低；2019 与 2020 年略有所回升，毛利率分别为 29.21%/31.84%，主要系工程业务逐步放量，规模效应凸显，利润率提升；2021 年公司毛利率下降至 24.45%，2022 年公司毛利率为 24.46%，主要系地产需求疲软，价格承压且钢材价格大幅上涨所致。2023Q1 公司整体毛利率为 27.32%，主要系原材料高位震荡下行，加之下游地产回暖，终端价格压力减小。

净利率方面，公司从 2016-2020 年净利率分别为 9.74%、11.96%、8.59%、10.81% 和 11.34%，得益于公司工程业务放量后成本和费用明显摊销，利润率自 2018 年之后稳步提升。2021 年受以来地产和原材料成本大幅上升影响，2021 年公司净利率下降到 5.19%，2022 年新工程产能未达满，折旧费用较高下，净利润率进一步下降，至 2022 年末为 -2.30%。2023Q1 净利润率回升至 3.76%，主要系生产基地产线逐步爬坡，规模化和成本摊销效果渐显。

**图7.原材料高位震荡下行，2023Q1 毛利率触底回升**


数据来源: wind、财通证券研究所

**图8.净利率在毛利率提升和费用摊销下触底回升**


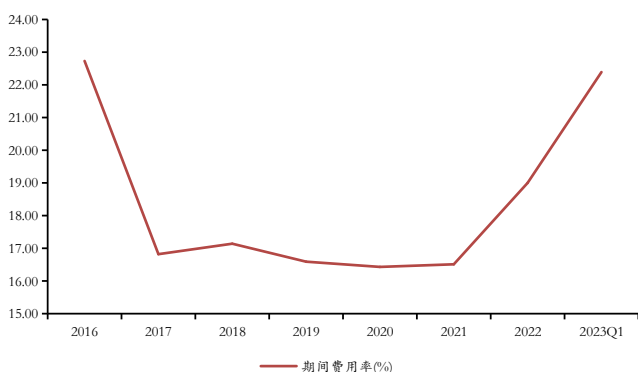
数据来源: wind、财通证券研究所

产能爬坡中，成本费用进入下行通道。费用率方面，公司期间费用率从2016年的22.73%下降至2021年的16.51%，2019-2021年分别为16.59%/16.43%/16.51%，期间费用率不断下降得益于公司生产规模扩大，成本费用摊销显著，加之智能制造和精效管理，费用率得到进一步下降。

2022年公司期间费用率为19.00%，同比上升2.49pct，主要系公司为增强品牌核心竞争力，广告宣传力度持续加大，销售费用同比增加，同时研发人员工资上调及专利费用增加所致。具体看，销售/管理/研发/财务费用率分别为11.19%/4.71%/3.12%/-0.01%，同比变动分别为0.22pct/+0.58pct/+0.91pct/+0.80pct。

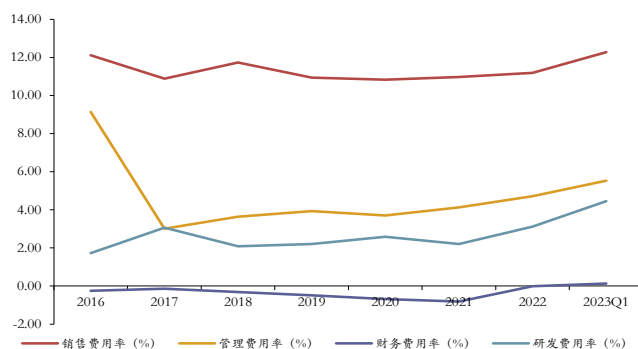
2023Q1期间费用率为22.39%，同比下降0.65pct，主要系公司持续加强对内管理、控制成本费用，同时优化运营，销售和管理费用率得到显著下降。具体看，销售/管理/研发/财务费用率分别为12.28%/5.53%/4.45%/0.13%，同比变动分别为-1.30pct/-1.46pct/+0.99pct/+1.13pct。

图9.产能爬坡中，2023Q1期间费用率进入下行通道



数据来源：wind、财通证券研究所

图10.优化管理，规模提升，23Q1销售管理费用率下降



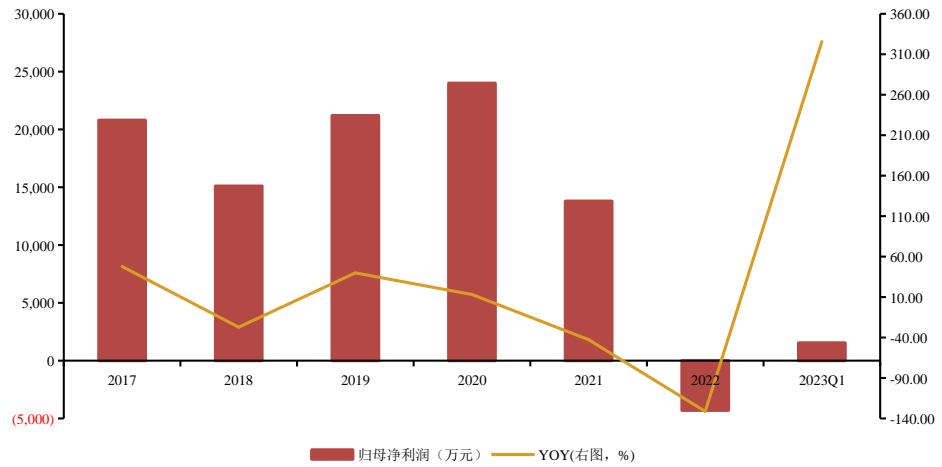
数据来源：wind、财通证券研究所

原材料高位震荡下降，产能爬坡成本费用下降，2023Q1业绩向好。2016-2020年公司归属业绩从1.41亿元上升至2.40亿元，期间CAGR为14.27%，主要系公司切入工程渠道，产品制造规模优势逐步显现，成本费用摊销下，2018年后利润得到释放。

而2021年归属利润为1.38亿元，同比下降42.64%，主要系核心原材料钢材大幅上涨，而费用端广告、营销和研发等支出均有所增加，加之产能爬坡期成本费用摊销高所致。2022年公司实现归属净利润-0.43亿元，同比下降131.26%，主要系营收受疫情及地产需求影响下滑，加之原材料依旧处于高位所致。

2023Q1实现归属净利润0.15亿元，同比增长325.66%，主要系地产回暖收入规模提升，加之产线爬坡带来成本费用持续摊销。

图11.原材料高位震荡下降，产能爬坡成本费用下降，2023Q1 业绩向好



数据来源：wind、财通证券研究所

## 2 百亿市场稳发展，行业出清迎机遇

### 2.1 安全门:隔内外之分，护一家之全

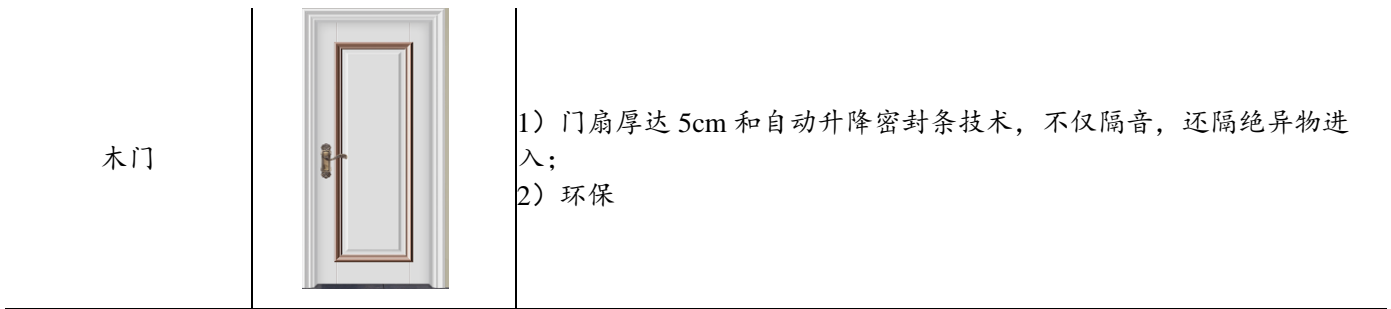
传统意义上的安全门主要为功能性门，过去对于一般消费者而言，防盗的功能性需求是用户购买安全门的主要出发点。随着现代科技进步和消费升级的大趋势，安全门除了具备防盗或防火的功能外，还需兼具保温、隔音、通风、美观等诸多方面功能要求，实用、美观、科技感十足的安全门更受到消费者青睐。

目前，市场上主要的安全门类型有钢质门、装甲门、铜门、金木门、不锈钢门、铸铝门和木门等。具体看：

- **钢质门**：具有的抗腐蚀性和抗氧化性是普通产品的4倍、越撬越防盗、与门碰撞时不会变形、猫眼反向无法拆卸、自动上锁等多个优势；
- **装甲门**：采用75/90mm加厚门扇，木板与钢板相结合，集美观与实用为一体，严丝合缝，内部钢板稳固厚实，隔音效果极强；
- **铜门**：由高纯度纯铜拼接或锻造而成，手工精细拼装、反复打磨；
- **金木门**：采用压贴镶嵌技术，防盗和木门的结合，美观、安全又防甲醛；
- **不锈钢门**：采用304不锈钢压纹或拼接而成、卡扣式拼接，提升整体的平整度，与其他种类门不同的是，其选用特能锁，关门即反锁；
- **铸铝门**：由20mm真空厚铝板一体压铸而成，以钢材为骨架，防撞性能强、内部填充铝箔，耐高温，隔绝热源、不易生锈褪色、降低门开合时的摩擦。

表2.安全门种类

安全门种类	图片	特点
钢质门		1) 外防内快, 关门即自动上锁, 室内把手一按即开; 2) 防腐蚀性和抗氧化性是普通产品的4倍; 3) 锁芯内设真假、闭门子弹以及防钻片, 避免技术性开启和暴力开锁, 越撬越防盗; 4) 桥梁式锁舌设计, 与门框碰撞时不会变形; 5) 猫眼无法反向旋转拆卸; 6) 每樘门均有防伪钢印, 品质有保障。
装甲门		1) 木板与钢板相结合, 外饰面为原木皮, 内部钢板稳固厚实; 2) 采用75/90mm加厚门扇, 门框与门扇之间严丝合缝, 隔音效果极强; 3) 换型系列拆卸简便, 可按需变换门样; 4) 超防锁。
铜门		1) 高纯度纯铜拼接或锻造而成; 2) 手工精细拼装, 反复打磨 3) 超防锁
金木门		1) 金木压贴镶嵌技术, 防盗和木门结合, 美观、安全又防甲醛; 2) 超防锁
不锈钢门		1) 采用304不锈钢压纹或拼接而成; 2) 卡扣式拼接, 提升整体的平整度; 3) 采用特能锁, 关门即自动反锁。
铸铝门		1) 采用20mm真空厚铝板一体压铸而成, 以钢材为骨架, 防撞性能强; 2) 内部填充铝箔, 耐高温, 隔绝热源; 3) 不易生锈褪色; 4) 降低门开合时的摩擦; 5) 超防锁

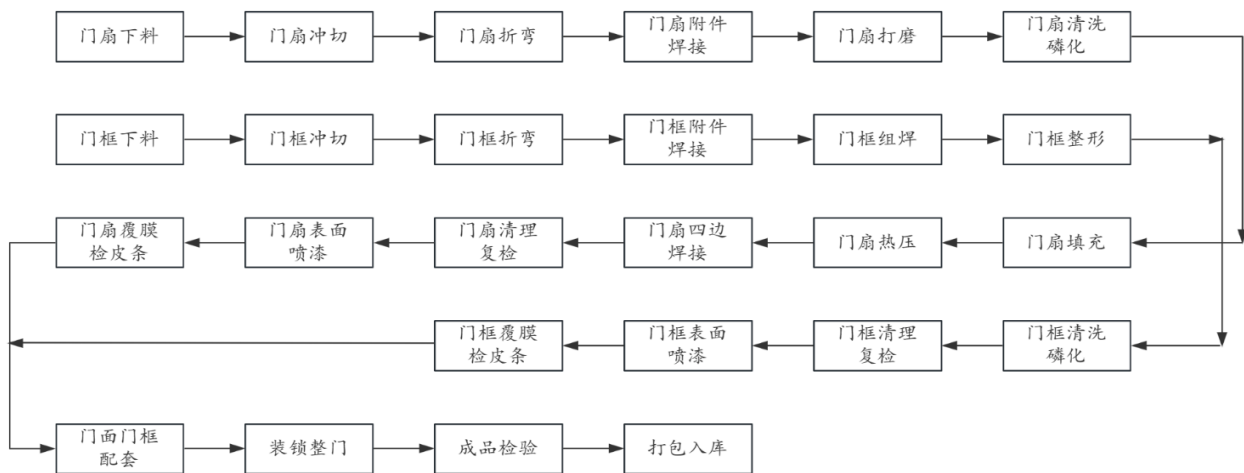


数据来源：公司招股说明书、财通证券研究所

工序复杂，环环相扣，深耕积累是关键。安全门的生产流程诸多、结构和造型较复杂，具体的生产工艺分为：下料、冲切、折弯、焊接等，现阶段行业内大部分工艺无法实现自动化，因此存在生产效率低、加工精度不高、产品质量差、劳动强度高、材料浪费以及安全性弱等问题。

除上述问题外，安全门的组装步骤之间环环相扣，供应链之间需要相互配合，在了解生产流程的基础上，未必能够上下步骤之间衔接好，工人之间的默契熟练度需要培养，同样需要时间去锻炼，因此先进的技术和工艺要求企业在长期生产中不断积累经验。如果没有长期的技术积累和大量研发投入，一般企业难以掌握被市场广泛认可的安全门和安全锁技术，也难以满足国家规定的技术条件，所生产的安全门在竞争中也将处于较大劣势，较高的壁垒也阻挡行业的新进入者。

图12.门锁生产工艺繁琐，程序复杂



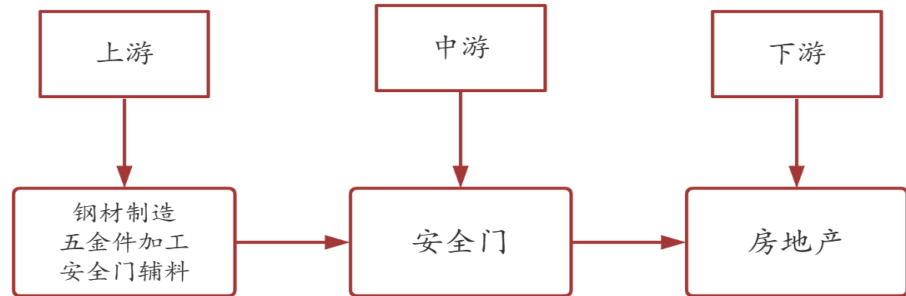
数据来源：公司招股说明书、财通证券研究所

## 2.2 成本高位下行可期，需求稳定渠道是关键

上游钢材及五金材料，中游制造业，下游地产为主。安全门以钢材为原料，通过冲压等方式固定成形，再配五金、智能锁等辅材，形成最终成品。因而其上游主要为钢材、五金和辅材，国内企业众多，原材料可获得性强；中游为安全门制造

企业，规模化工业化的企业少，多数小企业以手工为主；下游需求以地产为主，无论是精装修还是毛坯房交付，安全门的配置比例都在不断上升，因此工程业务成为重要的收入渠道。

图13.上游钢材及五金材料，中游制造业，下游地产为主



数据来源：公司招股说明书、财通证券研究所

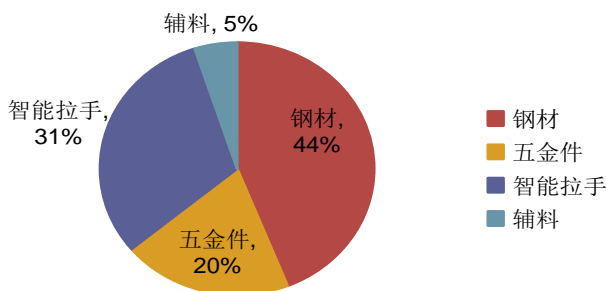
### 2.2.1 上游：以钢为材，价格高位下行可期

核心材料为钢材占比超40%，价格或高位震荡下行。安全门主要的原材料分为主材和辅材两大类，主材包括钢材和五金配件，辅材为其他辅料。从成本拆分看，以王力安防近几年的原材料采购来看，钢材平均成本占比为44%，五金件占比为20%，智能拉手占比为31%，其他为辅料。

从整体钢材的产量看，我国的成品钢材产量从1978年的2208万吨增长至2016年的11.35亿吨，增长超过50倍，2017年受到国家“供给侧改革”宏观政策的影响，成品钢材产量略有下滑，下降至10.50亿吨，至2022年产量为13.40亿吨，依然保持较高产量水平，总体而言，国内钢材供应量充足，为安全门行业提供稳定的原材料供应，有利于行业的平稳发展。

从价格看，2004—2022年，国内钢材价格经历了4次长周期，均价维持在3300~4800元/吨，此前受到煤矿事故及环保影响，钢材价格有所上涨，但整体经济呈现温和复苏价格上涨乏力，近期价格出现回落，全年钢价或高位震荡下行。

图14.产业上游以钢材为主



数据来源：公司公告、财通证券研究所

图15.钢材价格指数或高位震荡下行



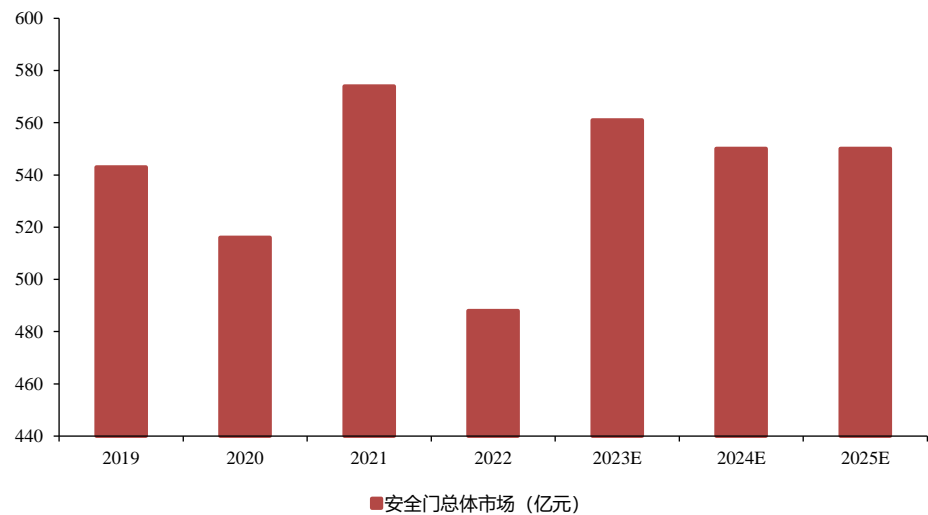
数据来源：wind、财通证券研究所

### 2.2.2 中游：大行业小企业，王力业内品牌第一

**大行业，小企业，集聚永康。**从产业集群看，国内的安全门生产主要集中在浙江永康，永康作为中国的“五金之都”和“中国门都”生产的安全门占全国总量的70%。再看永康，其拥有发达的五金业，为安全门产业提供完善的产业链基础，在国内安全门产业崛起时，永康的安全门产业异军突起，形成了多个自主品牌，成为国内首屈一指的安全门生产基地。

安全门行业内参与市场竞争的企业众多，市场集中度较低，龙头企业之间尚未拉开差距，企业呈现产地地域分布集中的特点，且业内中小企业多，大多为区域性品牌，规模以上企业和全国性的品牌较少，第一品牌王力安防安全门市场占有率不到5%，而近几年整体市场包括防盗门+公区门合计在500-600亿元。

图16.安全门整体市场空间在500-600亿



数据来源：wind、财通证券研究所

**王力品牌第一，上市扩产稳固行业地位。**从业内主要的参与企业看，头部企业有王力安防、步阳集团、重庆美心贝斯特、盼盼安居门业等。具体看：

#### 1) 步阳集团有限公司

中国步阳集团始建于1998年，注册资本23800万元，是一家专业设计生产和销售安全门、钢质进户门、防火门、装甲门、不锈钢门、室内门、全动车库门、汽车零部件、房地产开发的大型集团公司。集团拥有11条国际先进的现代化门业生产线，5条汽车零配件生产线，已形成年产500万樘安全门，230万只轮毂的生产能力。

#### 2) 盼盼安居门业有限责任公司

盼盼安居股份有限公司始建于1999年，注册资本13000万元，以生产安居产品为主业，生产的产品有：盼盼牌高级防盗安全门、晶晶高档精品门、防火门、钢木门、钢木套装门、户内门、全自动车库门等10余种，100多个系列产品。

### 3) 重庆美心贝斯特门窗股份有限公司

重庆美心集团有限公司创建于1989年，主营产品有防盗门、智能锁、防火门、木门、整体家装、防火窗、避难间、商用门、智能家居、车库门、防火卷帘门等门窗类所有产品，产品远销世界各地，年产值超过40亿元，拥有6000余家专卖店。

表3.安全门行业各主要参与企业

企业名称	品牌创立时间	主营业务
王力安防	1996年	主营业务为安全门等门类产品以及机械锁和智能锁等锁具产品的研发设计、生产和销售。安全门等门类产品按材质分类主要有钢质门、装甲门、铜门、金木门、不锈钢门、铸铝门和木门等，锁具产品主要包括智能锁和机械锁，产品线布局丰富。
步阳集团	1998年	步阳集团是专业设计生产和销售安全门、钢质进户门、防火门、装甲门、不锈钢门、室内门、全自动车库门、汽车零部件、房地产开发的大型集团公司。
盼盼安居门业	1999年	盼盼安居门业有限责任公司以生产安居产品为主业，生产的产品有：盼盼牌高级防盗安全门、晶晶高档精品门、防火门、钢木门、钢木套装门、户内门、全自动车库门等10余种，100多个系列产品。
重庆美心贝斯特	1989年	美心集团旗下的门业产品包括防盗门、防火门、卷帘门、车库门等，品种齐全，品质也很好。

数据来源：公司招股说明书、财通证券研究所

**迭代升级，智能锁渐成为主流，市场潜力大。**从安全门的发展历史看，中国真正进入研制安全门的历史并不长，第一代真正意义上的安全门出现于20世纪80年代末，初代的安全门主要是铁栅式防盗门，门上装纱以防蚊，安防功能参差不齐。20世纪90年代以后，我国逐渐出现了用钢板制作的全封闭安全门，称为“三防门”、“四防门”等（防盗、保温、隔声、防火、防尘等），很快成为安全门的主流产品。

随着社会智能化、信息化的发展，消费者对安全门也提出了电子化、信息化的要求，智能锁具成为新要求，现在越来越多的商品住宅选择安装智能锁，增加安全措施，提升小区品质。同时，智能锁也成为安全门行业发展的新的突破口，其技术的先进程度也成为行业格局划分的重要标准。

近几年，消费者对智能门锁的认知进一步提高，我国智能门锁行业渗透率进一步提升。根据奥维云网统计数据显示，2021年我国智能门锁市场规模达1695万台，同比增长5.9%。从行业整体来看，我国智能锁行业起步较晚，渗透率低，2021年我国智能锁渗透率不足9%，相比日本、韩国智能门锁的市场渗透率80%和60%，我国智能门锁市场目前仍处于发展初期，市场空间巨大。



图17.安全门发展历程，迭代升级智能化

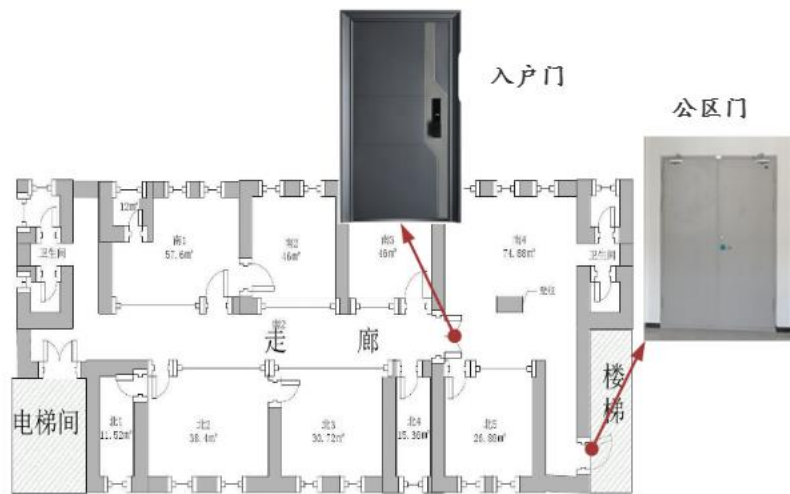


数据来源: 公司公告、公司招股说明书、财通证券研究所

### 2.2.3 下游: 地产为主, 工程渠道是关键

下游地产为主, 入户门成为标配后, 工程渠道竞争成为核心。安全门分为入户安全门和公区门, 从下游需求结构看, 入户安全门大部分用于地产住宅相关领域, 而公区门主要用于住宅楼的楼通道门及管井门等住宅、办公楼和商业的公共领域。目前, 随着住宅入户安全门成为标配, 地产需求对于行业的影响更为直接。

图18.房屋安全门布局



数据来源: 公司官网、财通证券研究所整理

地产现状: 政策宽松, 供给与需求均有释放, 地产呈现温和复苏。综合2022年以来的政策来看, 地产宽松政策适用范围渐广、传导对象愈准, 且未来仍有提振空间。梳理近一年来的地产相关政策可见, 政策出台有两大规律:

- 从地方性到全国性推进: 购房支持政策先由多地区因城施策, 后续再逐步推动中央出台全国性政策。前期地方性政策, 例如南通海安鼓励人才购房补贴、山东菏泽将首套住房贷款首付比例降至20%等, 后期全国性政策则下调为5年

期以上 LPR、首套个人住房公积金贷款利率等，呈现出全国范围逐渐普惠的特征。

- **从市场整体放松到精准针对房企融资：**融资端政策由针对民企集体逐渐过渡到精准的地产企业融资，如 2022 上半年出台政策主要为降息降准，而 2022 年 11 月以来陆续出台的政策则直接针对房企，为“保交楼”与房企融资推出专项支持，呈现出对地产复苏越发重视的趋势。

再看今年，2023 年 1-4 月新房市场在短期积压需求释放后呈现温和复苏，根据中指数据显示 2023 年 1-4 月，50 个代表城市商品住宅月均成交面积为 2364.8 万<sup>m</sup>，同比增长 23.7%。

其中，2023 年 1-4 月，一线城市商品住宅月均成交面积为 61.72 万<sup>m</sup>，同比增长 15.37%，二线代表城市商品住宅月均成交面积为 60.06 万<sup>m</sup>，同比增长 23.42%，三线代表城市商品住宅月均成交面积为 29.35 万<sup>m</sup>，同比增长 28.13%。

表4.地产政策持续宽松

时间	部门/城市	内容	区域
2021/12/8	南通市住建局	主要涉及人才购房、改善居住条件的购房群体。所有人才购房者和符合鼓励改善居住条件的购房者只享受所有优惠和补贴政策的一项。人才购房政策方面,需要满足的条件是与本地用人单位签订1年以上劳动合同,缴纳社保满6个月的人才以及自主创业的各类人才,在海安购置首套预售商品房。	地区性
2022/2/17	山东菏泽市银行	中国银行、农业银行、工商银行、建设银行四家银行同时执行的。其中,对名下无住房(不含农村集体土地房屋,下同)且无个人住房贷款记录的居民家庭,申请贷款购买普通住房的,首付比例可以执行20%。	地区性
2022/4/8	重庆市银保监局	提升借款和还款便利度,满足新市民中远期购房融资需求。	地区性
2022/4/15	山东省银行	山东省内6家国有大行和部分股份制银行降低购房贷款利率,首套房房贷利率已降至4.9%左右。	地区性
2022/5/7	长沙市政府	实行“办缴分离”,建立项目开工绿色通道,加大对房地产企业金融支持,降低公积金贷款首付比例,加大个人住房按揭贷款发放力度、还款展期政策支持,落实购房补贴政策,支持税收减免。	地区性
2022/5/15	央行、银保监会	央行、银保监会已发布通知,将首套房商贷个人房贷利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率(LPR)减20个基点(0.2%)。随后,济南、青岛、苏州等地部分银行首套房贷利率已调整至4.4%。本次LPR下调,意味着首套房贷款利率最低可至4.25%。	全国性
2022/8/22	央行	1年期LPR和5年期以上LPR双双下调,分别下调了5个基点和15个基点。在居民收入减少、债务负担大的背景下,5年期以上LPR调降会对房地产融资链条起到改善作用。	全国性
2022/9/30	央行、银保监会	对于2022年6-8月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市,2022年底前,阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限。二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。符合条件的城市政府,可自主决定在2022年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限。	全国性
2022/9/30	央行	下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点,5年以下(含5年)和5年以上利率分别调整为2.6%和3.1%。第二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变,即5年以下(含5年)和5年以上利率分别不低于3.025%和3.575%。	全国性
2022/9/30	国家税务总局	出售自有住房并在现住房出售后1年内,在同一城市重新购买住房的,可按规定申请退还其出售现住房已缴纳的个人所得税	全国性
时间	部门/城市	内容	发力点
2021/12/7	央行	央行下调支农、支小再贷款利率0.25个百分点,下调后3个月、6个月、1年期支农、支小再贷款利率分别为1.7%、1.9%、2%。	利率端

2022/1/20	央行	中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，1月20日贷款市场报价利率，也就是LPR为：1年期LPR为3.7%，下调10个基点；5年期以上LPR为4.6%，下调5个基点。这是5年期以上LPR自2020年4月以来的首次下调。	利率端
2022/3/28	证监会	证监会拟推出推动完善民营企业债券融资支持机制的系列举措，共七项，具体包括：推出科技创新公司债券，优先重点支持高新技术和战略性新兴产业领域民营企业发债募集资金；进一步优化融资服务机制，将更多符合条件的优质民营企业纳入知名成熟发行人名单，提高融资效率；发挥市场化增信作用，鼓励市场机构、政策性机构通过创设信用保护工具为民营企业债券融资提供增信支持，尽快推出组合型信用保护合约业务；便利回购融资机制，适当放宽受信用保护的民营企业债券回购质押库准入门槛等。	政策端
2022/5/17	中国银行间市场交易商协会	“中债民企债券融资支持工具”继续坚持市场化、法治化原则，秉持政策支持与商业可持续并重理念，建立与市场主体风险分散共担机制，与银行、证券公司、增信公司、担保机构等市场机构形成合力，发挥“几家抬”作用，释放支持民营企业债券融资的积极政策信号。	政策端
2022/6/29	证监会	证监会表示，指导沪深交易所、中国结算暂免收取债券交易经手费、结算费和民营企业债券发行人服务费。同日，沪深交易所发布债券减免的相关通知。此次费用减免政策实施后，交易所市场各业务环节均不收取民营企业债券有关费用，预计年均减免金额达1.6亿元。	费用端
2022/11/8	央行	交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，预计可支持约2500亿元债券融资。银行间交易商协会通过中债增信模式助力民企发债，碧桂园龙湖、新城、旭辉等民企均成功发行。	融资端
2022/11/21	央行、银保监会	中国人民银行、银保监会联合召开了全国性商业银行信贷工作座谈会，表示人民银行将面向6家商业银行推出2000亿元“保交楼”贷款支持计划，为其提供零息资金，以鼓励其支持“保交楼”工作。	融资端
2022/11/22	中国银行间市场交易商协会	据中国银行间市场交易商协会消息，政策密集支持优质房企发债融资，累计发行意向已近千亿元。近日万科企业股份有限公司向交易商协会表达了280亿元储架式注册发行意向，待履行内部股东大会决策程序后正式报送；同时，金地（集团）股份有限公司也向交易商协会递交了150亿元储架式注册发行申请。	融资端
2022/11/24	国有银行	为促进房地产市场平稳健康发展，银行业在积极行动。截至目前，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮储银行等六大国有商业银行均已宣布与多家优质房企签署合作协议，提供意向性融资支持超过万亿元。	融资端
2022/11/28	证监会	证监会将恢复涉房上市公司并购重组及配套融资。暂停12年后再次允许符合条件的房地产企业实施重组上市（“第三支箭”）；允许房地产行业上市公司发行股份或支付现金购买涉房资产；发行股份购买资产时，可以募集配套资金；募集资金用于存量涉房项目和支付交易对价、补充流动资金、偿还债务等，不能用于拿地拍地、开发新楼盘等。	融资端

数据来源：各政府机构、中国银行间市场交易商协会、财通证券研究所

### 安全门需求测算：

假设每100平米需入户安全门1樘，工程端出厂价价格在800-900元/樘，零售端在2500元/樘；考虑到现阶段住宅楼的楼通道门及管井门因规范需求需采用防火门（即公区安全门），与入户门的比例2：1，单价在300元/樘。

- 2022年：2022年竣工面积为8.6亿平，新房入户安全门需求95亿元，新房公区门52亿元，安全门整体市场合计需求为488亿元；
- 2023年：假设2023年竣工面积同比上升15%，新房入户安全门需求109亿元，新房公区门59亿元，安全门整体市场合计需求为561亿元；
- 2024年：假设2024年竣工面积同比下降2%，新房入户安全门需求107亿元，新房公区门58亿元，安全门整体市场合计需求为550亿元；

- 2025年：假设2025年竣工面积与2024年一致，新房入户安全门需求107亿元，新房公区门58亿元，安全门整体市场合计需求为550亿元；

**表5. 入户安全门市场空间测算**

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
房屋竣工面积(万平方米)	95942	91218	101412	86222	99156	97172	97172
入户安全门							
入户安全门需求(万樘)	959	912	1014	862	992	972	972
其中工程门占比	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
工程门价格(元/樘)	850	850	850	850	850	850	850
其中零售门占比	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
零售门价格(元/樘)	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500
工程门市场空间(亿元)	69	66	73	62	72	70	70
零售门市场空间(亿元)	36	34	38	32	37	36	36
住宅新房安全门市场(亿元)	105	100	111	95	109	107	107
公区安全门							
公区安全门需求(万樘)	1919	1824	2028	1724	1983	1943	1943
单价(元/樘)	300	300	300	300	300	300	300
公区安全门市场空间(亿元)	58	55	61	52	59	58	58
合计							
安全门新房市场	163	155	172	146	168	165	165
安全门住宅新房市场占比	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
安全门总体市场(亿元)	543	516	574	488	561	550	550

数据来源：wind、财通证券研究所

### 2.3 政策趋严，出清加速，头部显著受益

门锁标准化趋势明确，标准化发展下头部企业制造成本优势凸显，行业集中度有望进一步提升。在整体工业产品要求趋严的背景下，安全门各类细则和严格的执行标准也不断出台，根据《强制性产品认证实施规则 CNCA-C18-02:2014》和《强制性产品认证实施细则火灾防护产品建筑耐火构件产品》的规定，对安全门的规定更加严格，涉及防盗门、防火门、木门、防盗锁等产品类别，并细化覆盖了门窗产品的五金件、包装材料、胶条等配件，并对门窗制品的各类测试做了详细规定，包括力学性能、防沙尘性能、保温性能、湿度影响稳定性、耐火性能等方面的检测。

从最新修订的行业规范来看，《防盗安全门通用技术条件 GB 17565-2022》于2022年12月1日发布，将于2024年1月1日实施，新版防盗安全门国标增加了抗破坏能力，且在防护级别方面，由原来的四级升级为五级；锁具方面，锁具根据尺寸和外形分为通用型和特殊型，特殊型锁具尺寸由生产单位自定。防盗安全门新

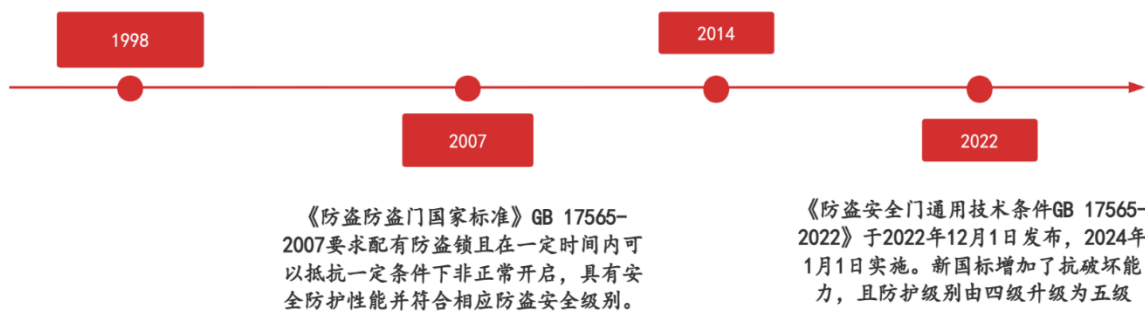
国标并未对锁具尺寸做出规定，也就意味着未来不同厂家的锁体、开孔尺寸依旧是按照各自的模具，盼盼锁体与王力锁体等特殊锁体结构或将依旧长期存在。

在此次修改中，防盗安全门新国标并未对智能门做出相关规定和要求。门锁标准化的过程中，也将带来安全门企业生产的规模化，而头部企业目前工业化、自动化程度，在标准化过程中将率先受益，市场占有率进一步提高。

图19.政策要求逐步趋严

《防盗防盗门国家标准》GB 17565-1998规定防盗安全门的通用技术要求、试验方法和检验规则，是设计、制造、验收防盗安全门的技术依据，适用于居民住宅及其他民用建筑使用的防盗安全门。

《强制性产品认证实施规则 CNCA-C18-02:2014》和《强制性产品认证实施细则火灾防护产品建筑耐火构件产品》的规定更加严格，涉及产品类别，并细化覆盖了配件，对各类测试做了详细规定



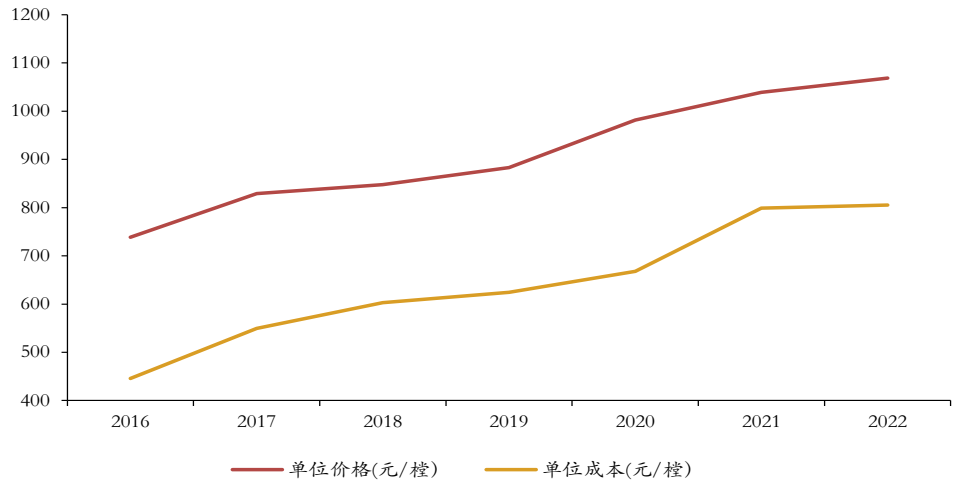
数据来源：《强制性产品认证实施规则（火灾防护产品）》、《防盗安全门通用技术条件》等、财通证券研究所

**疫情叠加成本高企，小产能加速出清。**疫情影响叠加宏观经济波动，行业需求下降，部分批量化工程型企业受地产萎缩、房企资金周转困难以及经营状况不佳的影响，生产经营困难，份额进一步向头部企业集中；同时，由于能源商品与基础原材料价格高位波动、环保要求提高、监管力度加大、营销渠道等能力不足，中小企业的生存空间或被进一步压缩直至出清。

而从行业发展阶段看，门锁行业已进入成熟阶段，行业竞争加剧，品牌效应逐步凸显，小企业加速出清。且近几年，原材料价格走高叠加疫情下经营环境恶化，行业整体生产成本呈明显上升趋势，以王力安防核心产品钢质安全门来看，2020-2022年单位成本从668元/樘大幅提升至805元/樘的高点，涨幅达到20.62%；成本抬高下小企业利润压缩情况更甚，企业数量开始出清，行业格局持续优化，但龙头依靠品牌优势，将成本向下游转移。

以王力安防核心产品钢质安全门来看，2020-2022年单位价格从982元/樘大幅调升至1068元/樘的高点，涨幅达到8.82%，与单位成本涨幅尚有差距，但依旧凭借自身的品牌优势向下传导，而大部分中小企业只能被动接受高成本，同时在行业竞争激励的时候反而需要降价保住市场，利润的压缩也使它被迫出清，行业竞争格局得以优化。

图20.与小微企业相比，公司价格传导较为顺畅



数据来源：公司公告、财通证券研究所

### 3 公司拐点将至，成本向下 ROE 向上

#### 3.1 产能释放拐点将至，成本向下 ROE 向上

**产能释放在即，成本曲线向下，或带动 ROE 提升。**目前，公司拥有永康、武义、四川三个 5G“超级工厂”，总面积超百万平方米，若在建及规划产能投产后，公司钢质门年产能突破 600 万樘，智能锁年产能突破 300 万套，加上王力四川智能制造基地年产 300 万套木门产能，公司有望维持门类行业领先地位。截止 2022 年底，公司门类实际产量合计 155 万樘，其中包括钢质安全门 124 万樘，其他门 31 万樘。

公司永康总部智能化工厂设计产能 200 万樘，2022 年实际产量在 83.54 万樘左右，但公司从 2021 年第二季度已开始转固，根据招股说明书，永康总部工厂的折旧费用在 4600 万元左右，考虑到后续智能化设备的增加，实际折旧费用或超 4600 万元，单位门仅折旧费就已达 56 元/樘，而 2023 年永康基地门类生产量有望大幅提升，单位折旧成本或下降至 33 元/樘，后续公司满产后单位成本或下降至 23 元/樘。

我们认为随着总部智能化基地产能的逐步爬坡，企业成本曲线有望向下，利润率提升，同时伴随着资产周转的加快，公司 ROE 或触底回升。

表6.公司产能释放下折旧费用摊薄

固定资产摊销费用 (万元)	年生产数量 (万樘)	单位门折旧费用 (元/樘)
4665	84	56
	140	33
	200	23

数据来源：公司招股说明书、财通证券研究所

图21.公司智能化工厂



数据来源：公司官网、财通证券研究所

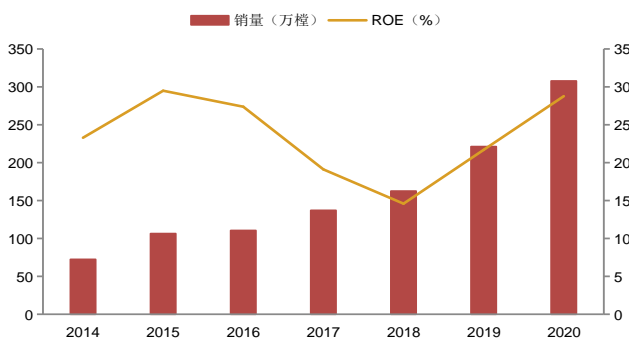
图22.公司产能分布



数据来源：公司公告、财通证券研究所

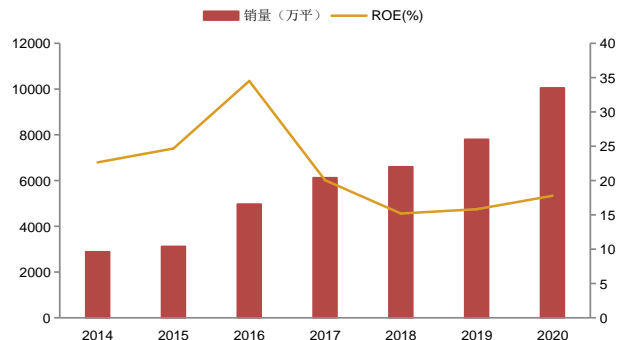
复盘建材龙头，智能化和产能释放周期，企业 ROE 稳步上升。参考其他建材龙头的历史看，生产基地的智能化和产能释放过程中，成本费用得到摊销，净利率和资产周转率得到提升，带动 ROE 的提升。江山欧派方面，募投项目的投产过程中，ROE 从不足 2018 年的 14% 提升至 2020 年超过 20%；蒙娜丽莎则在藤县基地投产后 ROE 稳步上升至 17.78%。

图23.江山欧派 ROE 随产能释放而提升



数据来源：wind、财通证券研究所

图24.蒙娜丽莎 ROE 随产能释放而提升



数据来源：wind、财通证券研究所

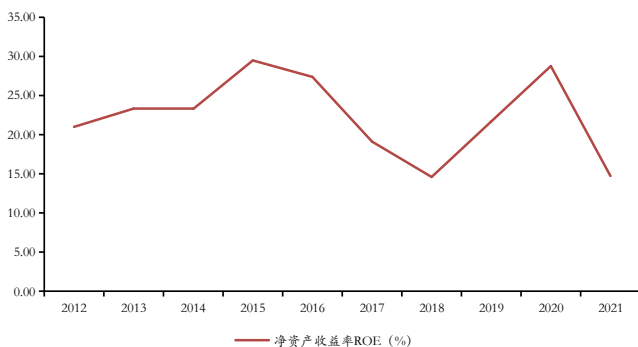
江山欧派：产能释放周期下，ROE 稳步提升。从公司的产能扩张历史和智能制造进程来看，2017 年公司上市，并开启 IPO 募投项目，包括“年产 30 万套实木复

合门项目”、“年产 30 万套模压门项目”、“年产 20.5 万件定制柜类产品项目”，募投项目在 2 年的建设和爬产中，产能得到完全释放。产能的扩张和智能制造的升级，公司成本费用得到进一步摊销，公司利润率得以提升，同时产能加速释放也带来资产周转率的提升，而利润率和资产周转率的变化共同拉动 ROE 提升。

具体看，公司经历 2017-2018 年两年募投产能建设和爬坡期后，ROE 大幅提升，从 2018 年 14.59% 的水平提升至 2019 年的 21.69%，至 2020 年达 28.77%，后受地产疫情影响出现下滑。

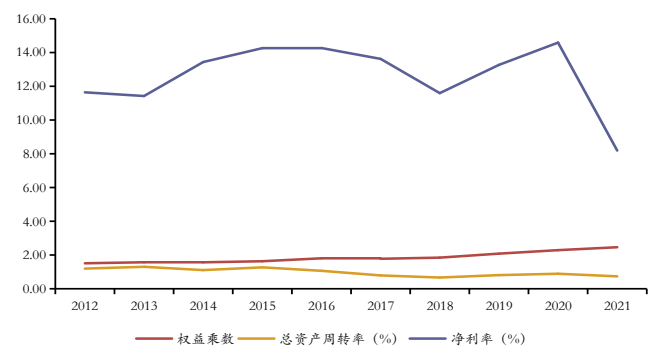
拆分看，净利率方面，2017-2018 年受产能建设和成本费用摊销影响，公司净利率在 2018 年触底，至 11.59%；而随着募投项目的爬坡和制造智能化，生产销量的提升和成本费用的摊销，公司净利率触底回升至 2020 年达到高点的 14.59%。资产周转率方面，募投项目产能的释放支撑公司销售规模的持续增长，资产周转率也随之提升，从 2018 年的 0.66 提升至 2020 年 0.89。权益乘数方面，权益乘数整体自 2017 年之后呈现稳步增长，但一直在 2 左右，公司未通过大幅加大杠杆率来提升自身 ROE 水平。

图25.2018-2020 年江山欧派 ROE 拐点明确



数据来源：wind、财通证券研究所

图26.江山欧派 2018-2020 年净利率和资产周转率上升



数据来源：wind、财通证券研究所

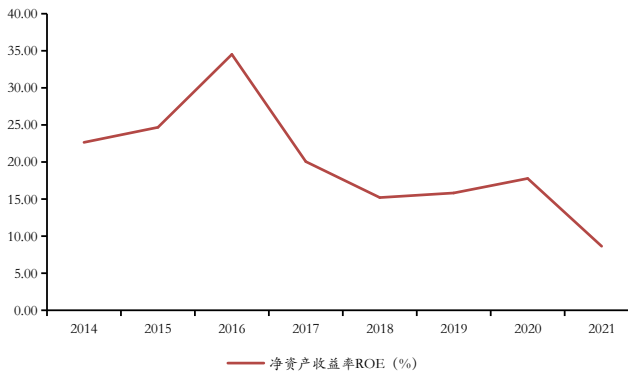
**蒙娜丽莎：藤县基地启动，ROE 稳步上升。**蒙娜丽莎亦经历智能制造新基地投产带来经营指标的持续改善，2018 年，公司开启藤县募投项目，新基地单线产能规模是原有 2.8 倍，生产能耗和人工数量大幅下降，同时智能制造也带来全流程效率的提升和成本的下降。从 ROE 角度看，成本和费用下降带来净利率的提升，同时产能爬坡带来资产周转率的提升，两者共同促进 ROE 的提升。

具体看，2017 年公司 IPO 上市融资，融资成本和需求的下降使公司经营杠杆大幅压缩，加之募投项目的启动，公司 ROE 阶段性下滑至 15.20%，而后续随着高智能化程度的藤县基地投产，公司单位成本下降明显，从 2015 年的 33.41 元/平下降至 2020 年的 31.00 元/平，规模的提升也带来费用的摊销，ROE 也自此稳步提升，自 2018 年的 15.20% 提升至 2020 年的 17.78%。



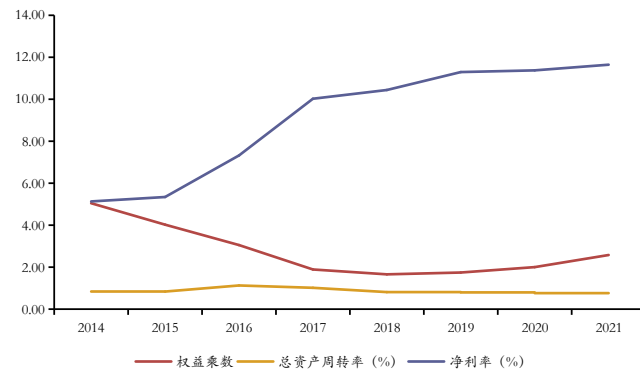
拆分看，净利率方面，公司高毛利产品的占比提升加之藤县基地的投产，生产销售量的提升和产品结构的优化使净利率稳步提升，从2017年的10.44%提升至2020年11.65%。资产周转率方面，公司自上市后持续扩大产能，新基地的持续投产，公司资产周转率保持稳定。权益乘数方面，上市后公司经营杠杆相对稳定，整体呈现略有上涨的态势。

图27.2018-2020年蒙娜丽莎 ROE 拐点明确



数据来源：wind、财通证券研究所

图28.2018-2020年蒙娜丽莎 ROE 拆分指标向上



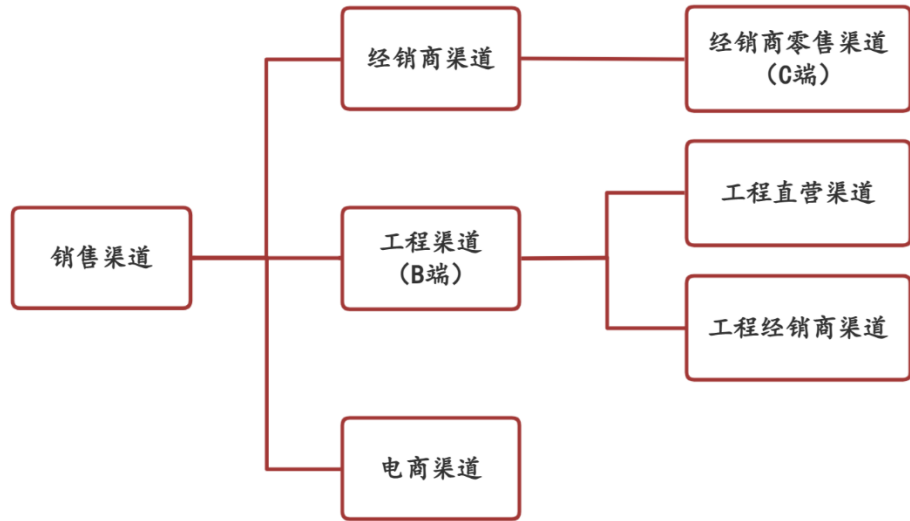
数据来源：wind、财通证券研究所

### 3.2 多维渠道布局，增规模分风险

**多渠道布局，增规模分风险，抗风险能力强。**公司销售渠道主要分为3种，分别为经销商渠道、工程渠道（B端）、电商渠道，其中经销商渠道分为经销商零售渠道（C端）和经销商工程渠道（b端）。截止2022年，公司各渠道收入情况：经销商渠道收入11.23亿元，占比为53.51%；工程渠道收入9.23亿元，占比为43.95%；电商渠道收入0.53亿元，占比为2.54%。具体看：

- **经销商零售渠道（C端）：**是产品销售给经销商后，由经销商通过门店面向终端消费者，是采用“款到发货”、“下单付款”的收款政策。
- **工程渠道：**分为两类，一类为与公司签订战略合作协议的战略客户（B端）；一类为主要由公司经销商开发的工程业务客户（b端），多数为地域性房地产公司。战略客户由公司直接负责服务和管理，货款公司直接和地产公司对接，有应收账款风险；工程经销客户，由经销商或其介绍的第三方负责安装及提供相关服务，公司应收账款风险小。
- **电商渠道：**该渠道产品销售分为门锁搭配整体销售和智能锁单独销售两类，由经销商或其他第三方负责安装及提供相关服务，上线天猫、京东、拼多多、抖音等运营平台。

图29.公司渠道分类



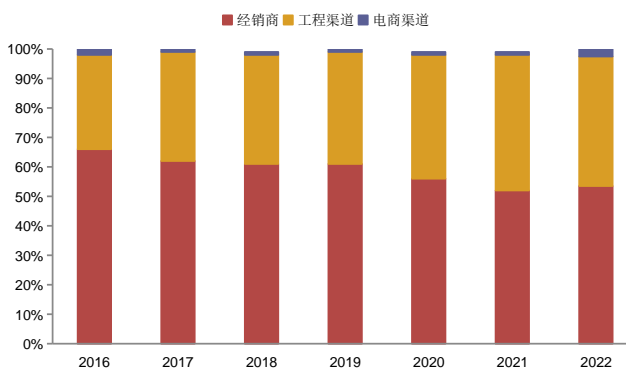
数据来源：公司公告、财通证券研究所

### 3.2.1 B 端渠道：直销经销并行，稳发展是核心

**直营+经销并存，提规模，降风险。**自 2021 年开始，公司加速推动工程领域的直营+经销模式，在扩大收入规模的同时降低风险。从收入结构看，截止 2022 公司工程直销收入 9.23 亿元，占比为 43.95%，工程经销收入 6.66 亿元，占比为 31.71%。

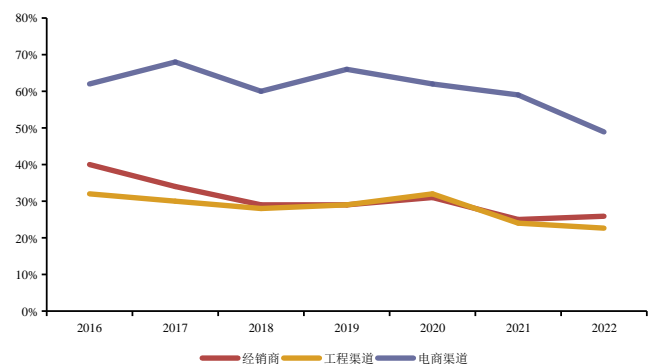
具体看，公司工程经销商收入占比提升至 2022 年 31.71%，工程经销商的引入使公司应收账款的风险降低，同时保证在工程领域的占有率进一步提升。从收现比看，随着工程经销商的引入，公司收现能力得到加强，截止最新的报告期 2023 一季度公司收现比为 132.41，而 2021/2022 同期分别为 83.93/125.90。

图30.工程渠道逐步成为公司主要收入来源之一



数据来源：公司公告、财通证券研究所

图31.经销和工程渠道毛利率相差不大



数据来源：公司公告、财通证券研究所

**规模扩张和制造智能化，成本竞争力持续加强。**工程端业务的核心是供应链服务和产品性价比：供应链服务即能满足交期、后续配套服务高等要求，性价比则体

现为产品品质与价格的相互匹配。随着公司产能布局的完善,服务能力持续增强,对经销商的支持力度进一步加大,同时公司生产规模的提升,也带来规模效应的凸显。

未来看,工程领域最为关键是成本,安全门生产工序繁多,人工参与度高,综合良率不高,部分环节存在较多的浪费。而公司智能制造工厂,逐步实现各个环节的工业化生产,大幅减少人工使用,同时提高产品的品质,综合竞争力持续加强。

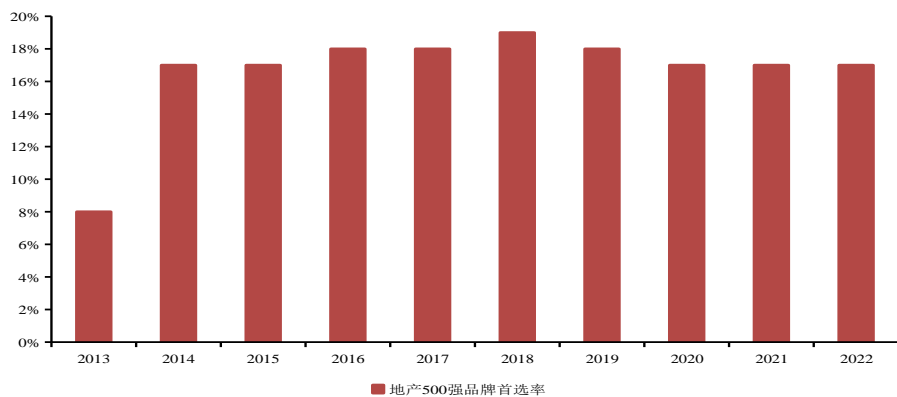
图32.公司智能化工厂领先行业



数据来源:公司公告、财通证券研究所

**B端安全门第一品牌, 首选率位居榜首。**B端业务,公司综合品质、交期、品牌、产能等优势以及当地经销商区域等多种优势,获得头部地产商的认可,与碧桂园、金科、龙湖、保利、绿地、华润、金地等国内知名房地产企业建立了战略合作关系,同时开发了越秀地产、建业地产等区域性优质工程客户。从百强地产安全门首选品牌看,公司自2012年开始持续位列安全门细分品类第一,近3年首选率均为17%。

图33.公司持续保持安全门领域地产首选率第一



数据来源:新浪地产、财通证券研究所

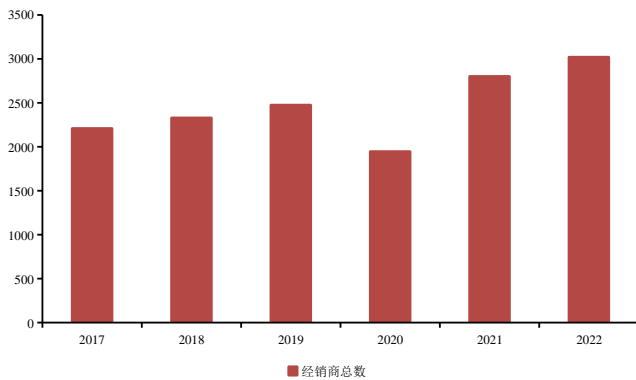
### 3.2.2 C端渠道：多维优势巩固，渠道质量定胜负

**渠道、产品、品宣多维共筑优势，C端渠道稳步发展。**C端渠道是公司的立生之本，自公司成立以来一直以零售端为重心，通过经销商规模的持续拓展实现渠道的下沉，通过产品的差异化创新实现溢价，通过品宣来扩大知名度提升销售规模，C端业务稳步发展。从收入规模看，公司经销业务收入规模从2017的10.36亿元，提升至2022年的11.23亿元，其中C端零售业务为4.58亿元。

**新增与置换同步，渠道保持高质量拓展。**在渠道发展上，公司一方面在空白区域开发新经销商并通过培训老经销商来提升其经营能力，另一方面置换落后的经销商，实现渠道的高质量。从历年数据看，2019年、2021年与2022年，公司新增经销商分别为635/449/383个，而淘汰率则稳定在10%上下，2020年淘汰率较高主要系部分经销商因考核未达标被动退出经营。

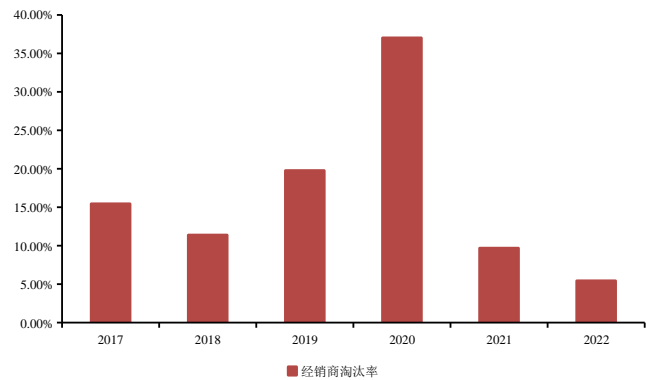
在渠道支持方面，公司通过聘任代言人、打造样板空间、持续输出高颜值高性能比的好产品、策划大型促销活动、加大广告和展厅装修投入等方式，加大宣传力度，提升品牌知名度，吸引流量，对零售端销售予以支持。

图34.经销商数量稳步提升



数据来源：公司公告、财通证券研究所

图35.经销商淘汰率维持一定区间



数据来源：公司公告、财通证券研究所

**产品差异化求发展，挖掘客户真实需求。**公司发展初期以客户的真实需求为基础，做出差异化的产品，此时公司的安全门拥有关门自动反锁功能，即客户离家之后关上门无需再旋转钥匙就可直接上锁，进一步保证户主的安全，该产品的成功也使公司坚持产品差异化路线。

后续如公司的静音门、金木贴面技术产品等均取得不俗的成果。王力的静音门产品可实现“双台阶四面密封”，即门扇关闭时下档自动下降，实现四面密封；门扇打开时，下档自动上升，不会影响正常开门，将隔音、遮光的作用发挥到极致。金木贴面技术就是通过门板选用不同的材料能够保留与传统防盗门同等防破坏能力，而木材使用量约为钢木装甲门的十分之一，约为实木复合防盗门木材使用量的二十分之一，节约大量木材资源，且制造工艺简单，周期短，缩减了制造成本，

同时提高了生产效率，使产品具备较强的竞争力，且表面更加光滑，色泽好看，各层的厚度恰当，使门的整体厚度缩减，同时还能够使连接的两个层面更加紧实、牢固。

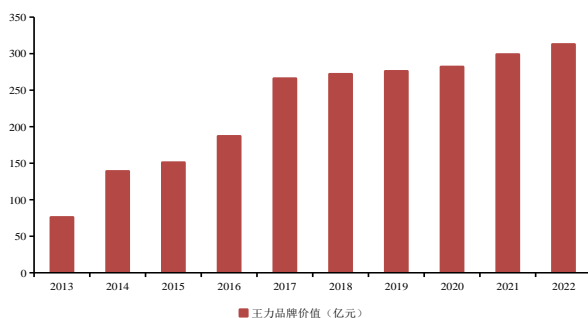
**表7.公司差异化产品**

类型	优势
王力静音木门	1. 独有双台阶专利设计，门扇与门框如齿轮般契合，将隔音、遮光的作用发挥到极致。 2. 自动升降下档发明专利，门扇关闭时下档自动下降；门扇打开时，下档自动上升，不会影响正常开门。 3. 四面密封，不仅静音、防尘、防小虫，还防灰尘、烟雾等。
金木贴面技术	1. 门板选用不同的材料能够保留与传统防盗门同等防破坏能力； 2. 天然薄木易与建筑物风格融为一体； 3. 材料的温度、含水率发生变化时的内应力小，同时薄木处于内胶粘剂层和外油漆层的保护中，薄木饰面线条框装饰防盗门具有很好的产品稳定性； 4. 天然薄木通过拼接可组装面积不同的薄木层，使用范围更广； 5. 用料约为钢木装甲门的十分之一，实木复合防盗门的二十分之一，节约资源 6. 工艺简单，缩减成本，提高生产效率； 7. 更凸显立体感。
特能防盗锁	1. 可自动关门反锁，机械式智能上锁； 2. 门缝自动调节，滚动式低摩擦； 3. 具有防撬式结构。
特防防盗锁	1. 除了据此特能防盗锁的主要特点外，还采用不锈钢。

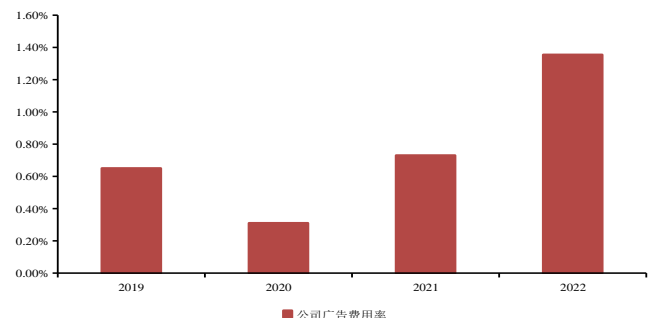
数据来源：公司公告、财通证券研究所

**多维度、多渠道发力，定位安全门第一品牌。**品宣方面，公司线上与线下同步发力，线下公司积极在高铁站，电影院等地方投放广告。具体看，线下公司计划完成高铁列车广告上刊，覆盖高铁广告列车 578 组，涵盖北京朝阳站、上海虹桥站等 14 个高铁站，并实现全国电影院广告投放覆盖上海、杭州等城市。线上公司计划实现 TVC 广告登陆央视，并积极参与抖音 doulife 家装节活动，运营多个新媒体自营账号，在小红书、什么值得买等线上新媒体平台传播活动，设计制作各种促销物料，助力公司完成 3·15，五一、618 线下线上渠道 3 场年度大促方案。

而从费用投入看，2019-2021 年公司广告费用率分别为 0.65%/0.31%/0.73%，2022 年公司广告费用率提升至 1.35%，费用为 2984 万元，同比增加 53.97%，品宣的持续投入也带来公司品牌知名度的提升，进一步巩固公司安全门第一品牌的地位。

**图36.公司品牌价值持续提升**


数据来源：公司官网、财通证券研究所

**图37.公司广告投入持续加大**


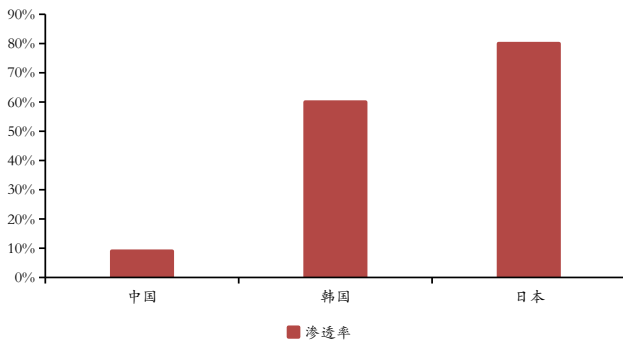
数据来源：公司公告、财通证券研究所

### 3.3 升级换代，智能化启动二次成长

顺应家居智能化趋势，衍生智能门锁业务，开启多品类发展。随着物联网、智能家居和互联网的发展，智能门锁在安全门上的渗透率逐步提升，2021年我国智能门锁渗透率接近9%。而相比日本、韩国智能门锁的市场渗透率80%和60%，我国智能门锁市场目前仍处于发展初期，市场空间巨大。

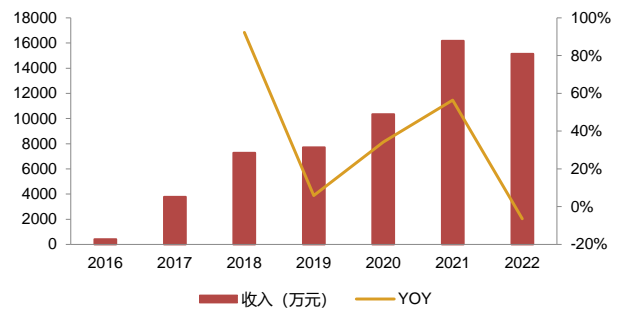
而公司在2001年就已经开始进行门锁智能化的研究，随着近几年国内智能锁的普及，王力以其技术上的独特优势，在该行业中的占比逐渐上升。从收入端看，公司智能门锁业务收入规模从2016年的0.04亿元提升至2021年的1.62亿元，收入占比提升至6.12%；而2022年，公司智能门锁业务收入规模为1.51亿元，占比进一步提升至6.87%。

图38.国内智能门锁渗透率提升空间大



数据来源：公司公告、财通证券研究所

图39.2022年智能门锁业务增速承压

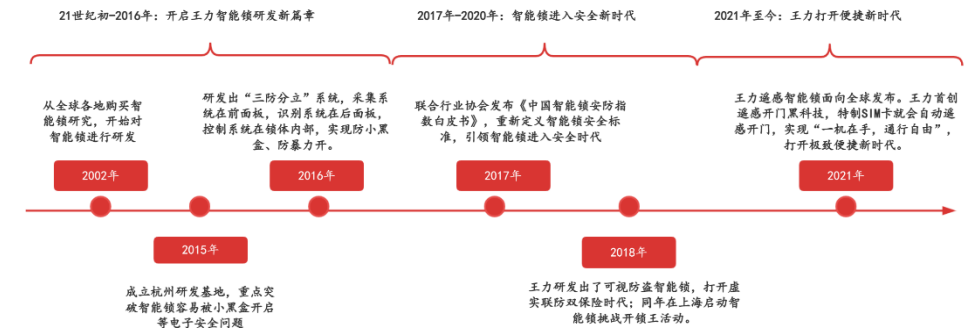


数据来源：公司公告、财通证券研究所

**门锁专家，智能产品引领行业。**从产品性能看，公司的智能锁采用“三防分立”结构，具体是指前面板只采集数据（指纹、密码、卡等），后面板进行数据识别（识别未通过就无法开锁），锁体作为控制系统接收到开锁指令后才能够打开，避免了采集、识别、控制都在前面板，一旦外面板破坏后门锁就会被打开的问题。

在产品创新方面，公司近期推出无感可视防盗智能锁，该产品类似银行U盾原理采用金融级芯片安全加密技术确保通讯安全，当主人来到门前，门锁会自动识别主人身份，认证通过后自动打开门锁，无需等待，实现了无感开锁，进一步提高了用户体验。同时，该产品具有视频监控功能，当有人在门前逗留，相应的设备就会呈现门外的视频画面，再结合原有王力锁具，实现了“硬软双防”的升级，进一步塑造安全智能生活。

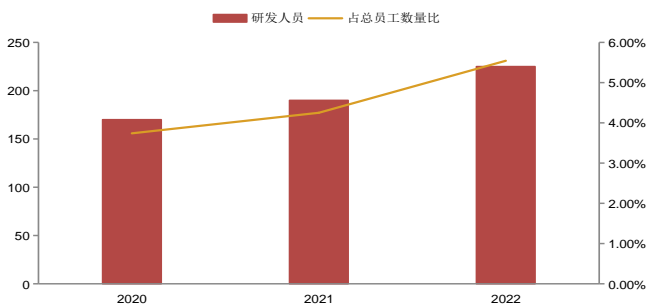
公司智能门锁产品的持续创新，巩固了公司品牌，也带来了产品溢价，产品毛利率稳定在40%左右，高于传统安全门业务。

**图40. 智能门锁产品的创新历史**


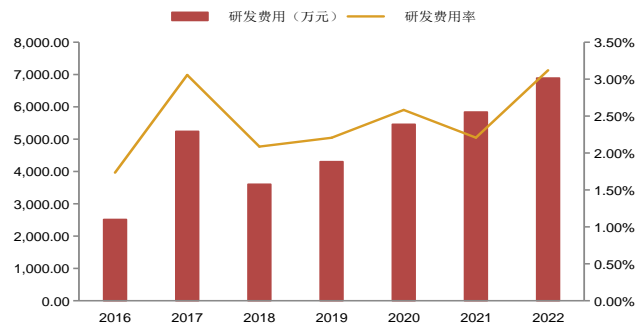
数据来源：公司公告、财通证券研究所

**研发创新，支撑产品领先于市场。**从公司对于研发的重视程度看，截止2022年公司技术及人员225人，较2021年增长35人，占比从2021年的4.01%提升至2022年的5.54%；2022年公司研发费用为6862万元，同比提升17.51%，研发费用率为3.12%，近几年费用率始终维持在2.2%左右。研发人员的成长和研发费用的支出，为公司持续创新提供动力。

研发的持续投入也给公司带来技术方面的领先，截至目前，公司获得已授权的国家专利300多项，其中发明专利60多项。而在智能门锁领域，为维持自身产品的竞争优势，公司根据自身的特点，采取以基础专利结合外围专利网的企业知识产权专利战略：积极抓住企业的关键核心技术来申请基础专利，围绕发展新产品、新工艺来开发外围专利，用这些外围专利进一步覆盖该技术领域。

**图41. 研发人数占比提升**


数据来源：wind、财通证券研究所

**图42. 研发费用稳步提升**


数据来源：wind、财通证券研究所

## 4 盈利预测与投资建议

**钢制安全门：2023年，地产温和复苏，加之保交楼从政策支持到实际落地，整体竣工端数据有望维持正增长，支撑安全门需求。**根据行业需求情况及公司新基地建设进度和新产能投放节奏，我们预计2023-2025年钢质安全门业务收入分别为20.24/25.37/30.53亿元，同比增长30.45%/25.35%/20.33%。随着钢价从高位持续回落（目前已大幅低于去年同期水平），成本压力充分释放，公司毛利率有望提升，我们预计2023-2025年钢质安全门的毛利率分别为28.17%/29.30%/29.04%。

**智能锁：**随着家居智能化的普及，智能锁渗透率有望加速提升，而公司作为锁业的龙头在品牌和技术上优势显著，随着零售和线上渠道的深化拓展，智能锁业务有望实现稳步增长。我们预计 2023-2025 智能锁业务营收分别为 1.95/2.48/3.14 亿元，同比增长 28.99%/26.87%/26.84%；且公司智能锁业务毛利率稳定，预计 2023-2025 年毛利率分别为 38.06%/39.71%/40.29%。

**其他门：**我们预计 2023-2025 年其他门业务营业收入分别为 4.84/5.44/6.20 亿元，同比增长 22.15%/12.35%/14.09%，毛利率为 25.38%/24.02%/23.02%。

**成本和三费率：**成本方面，今年煤炭等能源价格和钢材等原材料价格有望高位震荡下行，同加之公司总部基地逐步爬坡释放产能，成本费用摊销效果有望显现，毛利率有望稳中有升，我们预计 2023-2025 公司毛利率为 27.89%/28.74%/28.51%。

综上，我们预计 2023-2025 年公司分别实现营业收入 28.22/34.65/41.45 亿元，同比增长率为 28.13%/22.79%/19.61%，分别实现归属净利润 2.33/3.19/3.82 亿元，同比增长 641.19%/37.23%/19.54%。

表8.公司业务拆分及盈利预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
钢制安全门（万元）					
收入	185055.84	185055.84	202393.09	253699.36	305288.82
yoy	17.16%	-16.16%	30.45%	25.35%	20.33%
成本	142286.89	116978.26	145375.63	179359.54	216647.45
毛利率	23.11%	24.60%	28.17%	29.30%	29.04%
智能锁（万元）					
收入	16184.69	15139.54	19528.07	24774.42	31423.44
yoy	56.44%	-6.46%	28.99%	26.87%	26.84%
成本	10090.42	9727.38	12095.75	14937.52	18762.98
毛利率	37.65%	35.75%	38.06%	39.71%	40.29%
其他门（万元）					
收入	53746.50	39611.38	48386.05	54359.87	62021.61
yoy	45.14%	-26.30%	22.15%	12.35%	14.09%
成本	39370.67	30630.98	36103.44	41304.94	47746.80
毛利率	26.75%	22.67%	25.38%	24.02%	23.02%
合计（万元）					
营业收入	264490.51	220272.13	282230.73	346545.69	414502.73
yoy	25.1%	-16.7%	28.1%	22.8%	19.6%
毛利率	24.5%	24.5%	27.9%	28.7%	28.5%
归属净利润	13752.17	-4298.51	23263.32	31923.47	38160.64
yoy	-42.6%	-131.3%	641.2%	37.2%	19.5%

数据来源：wind、财通证券研究所



短期来看，公司总部新基地产能爬坡带来净利率和资产周转率的提升，ROE有望迎来拐点。中长期看，行业集中度低，公司凭借品牌、渠道和产品等综合实力，有望在竞争中脱颖而出。

我们预计 2023-2025 年公司分别实现归属净利润 2.33/3.19/3.82 亿元，同比增长 641.19%/37.23%/19.54%，对应 EPS 分别为 0.52/0.72/0.86 元/股，最新收盘价对应 PE 为 18x/13x/11x。首次覆盖，给予“增持”评级。

表9.可比公司估值表（截至 2023 年 5 月 17 日）

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归属净利润 (亿元)			PE		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
603208.SH	江山欧派	72.01	52.72	-2.99	4.25	5.22	-24.08	16.94	13.79
002791.SZ	坚朗五金	210.38	65.43	0.66	6.01	8.56	318.76	35.01	24.58
603216.SH	梦天家居	31.04	13.85	2.20	2.46	2.76	14.11	12.62	11.25
行业平均							102.93	21.52	16.54
605268.SH	王力安防	41.77	9.42	-0.43	2.33	3.19	—	18.0	13.1

数据来源：wind，财通证券研究所

注：可比公司盈利预测均来自 wind 一致预期

## 5 风险提示

### 1) 宏观经济下行风险

宏观经济下行，行业整体需求下滑，企业产品滞销，拖累业绩。

### 2) 原材料价格上涨风险

建材行业公司利润很大程度上取决于原材料价格水平，原材料价格的大幅上涨将会大幅增加企业成本，一旦企业没有相应库存满足相应生产需要，将会大幅影响公司利润水平，造成业绩不及预期。

### 3) 新生产基地投产释放不及预期

公司的产能无法持续释放，基地的折旧及摊销费用将大幅增长，压缩公司利润。

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>2644.91</b>	<b>2202.72</b>	<b>2822.31</b>	<b>3465.46</b>	<b>4145.03</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1998.17	1663.86	2035.30	2469.50	2963.21	营业收入增长率	25.1%	-16.7%	28.1%	22.8%	19.6%
营业税费	19.94	23.19	29.72	36.49	43.64	营业利润增长率	-42.4%	-133.9%	586.0%	38.3%	19.9%
销售费用	290.12	246.37	304.81	367.34	435.23	净利润增长率	-42.6%	-131.3%	641.2%	37.2%	19.5%
管理费用	109.40	103.88	118.54	142.08	165.80	EBITDA 增长率	-33.2%	-89.0%	1,401.9%	28.2%	15.2%
研发费用	58.39	68.62	62.09	76.24	91.19	EBIT 增长率	-45.1%	-138.9%	578.5%	35.6%	19.0%
财务费用	-21.35	-0.26	-13.68	-17.99	-20.81	NOPLAT 增长率	-46.7%	-148.8%	-491.7%	35.6%	19.0%
资产减值损失	-8.85	-13.62	-12.00	-12.00	-12.00	投资资本增长率	78.1%	12.0%	19.7%	19.8%	18.5%
加:公允价值变动收益	0.00	4.54	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	57.0%	-0.9%	13.6%	16.4%	16.9%
投资和汇兑收益	-1.78	-0.53	-1.00	-1.00	-1.00	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>171.58</b>	<b>-58.19</b>	<b>282.79</b>	<b>391.04</b>	<b>469.01</b>	毛利率	24.5%	24.5%	27.9%	28.7%	28.5%
加:营业外净收支	4.38	6.35	8.00	8.00	8.00	营业利润率	6.5%	-2.6%	10.0%	11.3%	11.3%
<b>利润总额</b>	<b>175.96</b>	<b>-51.85</b>	<b>290.79</b>	<b>399.04</b>	<b>477.01</b>	净利润率	5.2%	-2.3%	8.2%	9.2%	9.2%
减:所得税	38.66	-1.18	58.16	79.81	95.40	EBITDA/营业收入	8.5%	1.1%	13.1%	13.6%	13.1%
<b>净利润</b>	<b>137.52</b>	<b>-42.99</b>	<b>232.63</b>	<b>319.23</b>	<b>381.61</b>	EBIT/营业收入	5.9%	-2.8%	10.3%	11.4%	11.4%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	416.46	225.90	636.16	930.04	1585.51	固定资产周转天数	124	212	196	174	148
交易性金融资产	0.00	185.57	185.57	185.57	185.57	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>-9</b>	<b>38</b>	<b>4</b>	<b>14</b>	<b>3</b>
应收账款	913.27	929.62	946.92	1160.86	1247.07	流动资产周转天数	275	329	334	333	357
应收票据	163.34	46.46	235.77	101.15	299.53	应收帐款周转天数	104	151	120	110	105
预付帐款	52.10	62.10	71.24	79.02	91.86	存货周转天数	57	75	70	68	62
存货	362.28	335.56	443.94	464.98	531.68	总资产周转天数	424	606	533	513	499
其他流动资产	58.83	82.06	102.06	122.06	142.06	投资资本周转天数	270	364	340	331	328
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	8.0%	-2.6%	12.3%	14.5%	14.7%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.8%	-1.1%	5.1%	6.0%	6.1%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	6.2%	-2.7%	8.9%	10.1%	10.1%
固定资产	901.01	1281.21	1515.14	1648.77	1685.16	费用率					
在建工程	487.97	209.64	199.16	189.20	179.74	销售费用率	11.0%	11.2%	10.8%	10.6%	10.5%
无形资产	151.59	212.10	212.10	212.10	212.10	管理费用率	4.1%	4.7%	4.2%	4.1%	4.0%
其他非流动资产	75.54	12.30	12.30	12.30	12.30	财务费用率	-0.8%	0.0%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
<b>资产总额</b>	<b>3647.74</b>	<b>3768.65</b>	<b>4590.65</b>	<b>5290.78</b>	<b>6207.24</b>	三费/营业收入	14.3%	15.9%	14.5%	14.2%	14.0%
短期债务	230.47	480.75	680.75	880.75	1080.75	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	887.91	845.22	1077.00	1118.11	1268.92	资产负债率	52.7%	54.6%	57.7%	57.2%	57.4%
应付票据	97.58	104.95	177.73	178.98	265.50	资产负债比	111.3%	120.3%	136.2%	133.8%	134.7%
其他流动负债	24.76	21.69	22.69	23.69	24.69	流动比率	1.06	0.99	0.99	1.06	1.15
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.81	0.75	0.76	0.84	0.93
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	56.90	-3.56	10.03	10.12	9.59
<b>负债总额</b>	<b>1921.48</b>	<b>2057.66</b>	<b>2647.01</b>	<b>3027.92</b>	<b>3562.76</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-1.07	56.12	56.12	56.12	56.12	DPS(元)	0.06	0.20	0.00	0.00	0.00
股本	436.00	443.39	443.39	443.39	443.39	分红比率					
留存收益	644.55	573.66	806.30	1125.53	1507.14	股息收益率	0.5%	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>1726.26</b>	<b>1711.00</b>	<b>1943.63</b>	<b>2262.87</b>	<b>2644.47</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	EPS(元)	0.32	-0.10	0.52	0.72	0.86
净利润	137.52	-42.99	232.63	319.23	381.61	BVPS(元)	3.96	3.73	4.26	4.98	5.84
加:折旧和摊销	67.21	85.52	76.55	76.32	73.07	PE(X)	40.1	—	18.0	13.1	10.9
资产减值准备	29.87	174.20	17.00	17.00	17.00	PB(X)	3.2	2.4	2.2	1.9	1.6
公允价值变动损失	0.00	-4.54	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	-2.32	14.35	29.10	39.10	49.10	P/S	2.1	1.8	1.5	1.2	1.0
投资收益	1.78	0.53	1.00	1.00	1.00	EV/EBITDA	24.2	169.6	11.5	8.7	6.8
少数股东损益	-0.22	-7.68	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-329.00	-180.36	184.07	-118.68	83.79	PEG	—	—	0.0	0.4	0.6
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-104.33</b>	<b>10.49</b>	<b>532.10</b>	<b>325.72</b>	<b>597.31</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-427.30</b>	<b>-508.40</b>	<b>-292.75</b>	<b>-192.75</b>	<b>-92.75</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>712.81</b>	<b>298.63</b>	<b>170.90</b>	<b>160.90</b>	<b>150.90</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

### ● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。