

王力安防 (605268)

证券研究报告

2023年04月29日

工程改善趋势确立，扩产赋能未来成长

经营增长稳健，盈利能力持续向好。2022年公司实现营收22.03亿元，同比下滑-16.72%，分季度看，2022Q1/Q2/Q3/Q4分别实现营收3.54亿/6.41亿/5.94亿/6.14亿元，同比分别5.4%/-6.47%/-24.43%/-26.72%。22年公司调整大宗客户，减少风险客户合作，收入端短期承压，新增客户以保利、万科等优质国央企为主。2023Q1实现营收3.95亿元，同比增长11.57%，虽然房地产行业仍承压，公司实现稳健增长。2022年公司归母净利润为-0.43亿元，同比下降131.26%，净利润承压主要原因为：(1)2022年部分房地产企业资金流动性存在问题，公司信用减值损失/资产减值损失分别为1.61亿/0.14亿元。(2)2022年长恬生产基地及四川生产基地试投产，固定资产折旧0.76亿元，同比增长32.24%。2023Q1公司归母净利润1541万元，同比增长325.66%，归母净利率3.90%，同比提升5.83pct，净利润由负转正，盈利能力逐步恢复。

调整客户结构，营收增长暂时承压。分产品看，2022年公司钢制安全门/其他门收入分别为15.5亿/4.0亿元，同比分别下滑16.2%/26.3%，智能锁营收为1.5亿元，同比下降6.5%。分渠道看，2022年公司零售C端/B端渠道收入分别为4.6/6.7亿元，同比分别下滑20.9%/11.5%，工程B端渠道收入9.2亿元，同比下降21.9%，电商渠道收入0.5亿元，同比增长41.7%。2022年零售B端、工程渠道收入承压，公司积极拓展优质国央企客户。

毛利率逐季度好转，盈利能力持续修复。2022年公司毛利率24.46%，同比持平，2022Q1/Q2/Q3/Q4毛利率分别为22.94%/20.79%/25.76%/27.92%，同比分别变动-7.54/-6.54/-1.75/11.1pct，主要原材料钢材价格自2022年4月持续下行，单季度毛利率持续修复。2023Q1公司毛利率27.32%，同比提升4.37pct，盈利能力逐步恢复。2022年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率为11.19%/4.72%/3.12%/-0.01%，同比变化0.22pct/0.58pct/0.91pct/0.8pct。其中在品牌建设方面，2022年公司业务宣传费用2984万元，占销售费用的12.11%，同比增加53.97%。

持续优化经销商网络，调整架构推进发展战略。2022年公司新增经销商383家，取缔经销商164家，持续优化经销商体系，同时增加对经销商的支持工作，增量与质量同步提升。与标杆商场大明宫实业集团、富森美家居签订战略联盟协议，拓展零售渠道。2023年公司计划开发零售经销商300家，工程经销商300家。2022年公司以产品为导向设立事业部，计划实行独立核算成本与营收，调整组织架构焕发活力。并增加爱感品牌智能锁及全屋智能家居，推进全屋智能家居产品推广，布局全屋定制行业。

践行智能制造，募投项目长恬工厂23年进入释放阶段。长恬生产基地21年底试生产，22年持续爬坡，22年产量83.5万樘(把)，同比增长294.67%，未达规划产能；武义生产基地22年产量52.0万樘，四川生产基地产量35.0万樘，同比增长49.99%。22年合计产量170.5万樘(把)，同比下降11.9%。2023年公司将持续调试智能产线，长恬生产基地安全门目标产能120万-140万樘/年，同比提升71.42%-100%；四川生产基地目标产能50万樘/年，同比提升42.96%。伴随产量提升，单位折旧摊销有望大幅减少从而提升盈利能力，规模优势有望凸显。

盈利预测与估值：我们看好公司客户结构优化效果显现，优质战略客户放量，叠加保交楼等地产政策催化，经营逐步恢复稳健增长区间，公司在入户门零售业务方面持续布局，并布局智能锁及智能家居领域，看好公司作为入户门龙头长远发展，考虑到公司部分地产客户或存在流动性风险，我们预计公司23/24/25年归母净利润分别为2.1/2.7/3.4亿元(23/24年原值为2.5/3.4亿)，对应PE分别为20X/16X/12X，维持“增持”评级。

风险提示：行业和市场竞争加剧；部分地产客户资金流动性风险；房地产行业波动；产能释放不及预期；原材料价格波动等

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6个月评级	增持(维持评级)
当前价格	9.45元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	443.39
流通A股股本(百万股)	74.38
A股总市值(百万元)	4,189.99
流通A股市值(百万元)	702.89
每股净资产(元)	3.77
资产负债率(%)	54.99
一年内最高/最低(元)	11.65/8.07

作者

孙海洋	分析师
SAC执业证书编号:	S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com	
尉鹏洁	分析师
SAC执业证书编号:	S1110521070001
weipengjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《王力安防-公司点评:经营质量稳步提升，看好23年客户结构优化+智能工厂产能逐步释放》2023-02-01
- 《王力安防-公司点评:至暗时刻已过，明年有望加速起航》2022-12-16
- 《王力安防-公司点评:股权激励彰显发展信心，中层员工参与度提升团队凝聚力》2022-06-11

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,644.91	2,202.72	2,923.06	3,742.18	4,640.49
增长率(%)	25.12	(16.72)	32.70	28.02	24.01
EBITDA(百万元)	301.02	267.26	408.66	485.00	584.86
归属母公司净利润(百万元)	137.52	(42.99)	210.88	267.22	340.61
增长率(%)	(42.64)	(131.26)	(590.59)	26.72	27.46
EPS(元/股)	0.31	(0.10)	0.48	0.60	0.77
市盈率(P/E)	30.47	(97.48)	19.87	15.68	12.30
市净率(P/B)	2.43	2.53	2.22	1.95	1.68
市销率(P/S)	1.58	1.90	1.43	1.12	0.90
EV/EBITDA	17.59	14.77	9.78	8.17	5.94

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	416.46	225.90	292.31	187.11	692.28
应收票据及应收账款	1,076.62	976.09	1,170.50	1,550.16	1,823.60
预付账款	52.10	62.10	82.82	96.98	132.44
存货	362.28	335.56	443.33	569.85	674.92
其他	87.16	386.20	288.75	348.20	369.00
流动资产合计	1,994.61	1,985.85	2,277.71	2,752.29	3,692.24
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	901.01	1,281.21	1,382.42	1,473.62	1,554.83
在建工程	487.97	209.64	209.64	209.64	209.64
无形资产	151.59	212.10	202.08	192.05	182.03
其他	112.55	79.86	75.24	89.01	81.21
非流动资产合计	1,653.13	1,782.80	1,869.37	1,964.32	2,027.71
资产总计	3,647.74	3,768.65	4,147.08	4,716.62	5,719.95
短期借款	230.47	480.75	293.97	145.72	120.00
应付票据及应付账款	985.48	950.17	1,109.50	1,634.40	1,917.99
其他	467.41	413.93	741.91	651.70	1,028.61
流动负债合计	1,683.37	1,844.85	2,145.38	2,431.82	3,066.60
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	47.62	45.66	45.70	46.33	45.90
非流动负债合计	47.62	45.66	45.70	46.33	45.90
负债合计	1,921.48	2,057.66	2,191.08	2,478.14	3,112.50
少数股东权益	(1.07)	56.12	67.24	86.34	119.81
股本	436.00	443.39	443.39	443.39	443.39
资本公积	646.82	672.34	672.34	672.34	672.34
留存收益	644.55	573.66	784.55	1,051.77	1,392.38
其他	(0.04)	(34.51)	(11.51)	(15.36)	(20.46)
股东权益合计	1,726.26	1,711.00	1,955.99	2,238.47	2,607.45
负债和股东权益总计	3,647.74	3,768.65	4,147.08	4,716.62	5,719.95

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	137.30	(50.67)	210.88	267.22	340.61
折旧摊销	66.67	84.34	108.82	118.82	128.82
财务费用	(2.32)	14.35	5.70	(1.40)	(15.59)
投资损失	1.78	0.53	1.30	1.20	1.01
营运资金变动	(499.74)	(200.56)	99.71	(158.38)	233.07
其它	191.97	162.50	11.11	19.10	33.47
经营活动现金流	(104.33)	10.49	437.51	246.56	721.39
资本支出	448.00	248.55	199.95	199.38	200.43
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(875.30)	(756.95)	(401.25)	(400.58)	(401.44)
投资活动现金流	(427.30)	(508.40)	(201.30)	(201.20)	(201.01)
债权融资	251.93	250.78	(192.81)	(146.71)	(10.11)
股权融资	570.55	(1.57)	23.00	(3.84)	(5.10)
其他	(109.67)	49.41	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	712.81	298.63	(169.81)	(150.56)	(15.22)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	181.19	(199.29)	66.40	(105.20)	505.17

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,644.91	2,202.72	2,923.06	3,742.18	4,640.49
营业成本	1,998.17	1,663.86	2,142.10	2,760.04	3,416.83
营业税金及附加	19.94	23.19	26.27	33.75	44.14
销售费用	290.12	246.37	286.46	366.73	454.77
管理费用	109.40	103.88	116.92	149.69	185.62
研发费用	58.39	68.62	58.46	74.84	92.81
财务费用	(21.35)	(0.26)	5.70	(1.40)	(15.59)
资产/信用减值损失	(29.87)	(174.20)	(28.30)	(25.26)	(25.73)
公允价值变动收益	0.00	4.54	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(1.78)	(0.53)	(1.30)	(1.20)	(1.01)
其他	50.32	325.42	0.00	0.00	0.00
营业利润	171.58	(58.19)	257.54	332.06	435.17
营业外收入	5.69	10.01	7.29	7.66	8.32
营业外支出	1.31	3.66	3.66	2.88	3.40
利润总额	175.96	(51.85)	261.17	336.85	440.09
所得税	38.66	(1.18)	39.18	50.53	66.01
净利润	137.30	(50.67)	222.00	286.32	374.08
少数股东损益	(0.22)	(7.68)	11.11	19.10	33.47
归属于母公司净利润	137.52	(42.99)	210.88	267.22	340.61
每股收益(元)	0.31	(0.10)	0.48	0.60	0.77

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	25.12%	-16.72%	32.70%	28.02%	24.01%
营业利润	-42.43%	-133.91%	-542.59%	28.94%	31.05%
归属于母公司净利润	-42.64%	-131.26%	-590.59%	26.72%	27.46%
获利能力					
毛利率	24.45%	24.46%	26.72%	26.25%	26.37%
净利率	5.20%	-1.95%	7.21%	7.14%	7.34%
ROE	7.96%	-2.60%	11.17%	12.42%	13.69%
ROIC	15.11%	-4.00%	13.15%	16.56%	18.55%
偿债能力					
资产负债率	52.68%	54.60%	52.83%	52.54%	54.41%
净负债率	-10.74%	14.94%	0.11%	-1.82%	-21.93%
流动比率	1.06	0.99	1.06	1.13	1.20
速动比率	0.87	0.82	0.86	0.90	0.98
营运能力					
应收账款周转率	2.93	2.15	2.72	2.75	2.75
存货周转率	8.32	6.31	7.51	7.39	7.46
总资产周转率	0.85	0.59	0.74	0.84	0.89
每股指标(元)					
每股收益	0.31	-0.10	0.48	0.60	0.77
每股经营现金流	-0.24	0.02	0.99	0.56	1.63
每股净资产	3.90	3.73	4.26	4.85	5.61
估值比率					
市盈率	30.47	-97.48	19.87	15.68	12.30
市净率	2.43	2.53	2.22	1.95	1.68
EV/EBITDA	17.59	14.77	9.78	8.17	5.94
EV/EBIT	22.59	21.57	13.34	10.82	7.61

分析师声明

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

一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com