

王力安防 (605268.SH) / 建筑材料

证券研究报告/公司点评

2023 年 5 月 3 日

**评级：买入（维持）**

市场价格：9.45 元

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

研究助理：刘铭政

Email: liumz01@zts.com.cn

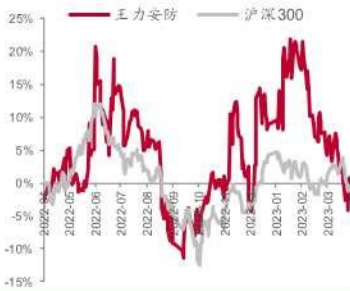
**公司盈利预测及估值**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,645	2,203	2,852	3,215	3,607
增长率 yoy%	25.1%	-16.7%	29.5%	12.7%	12.2%
净利润（百万元）	138	-43	189	257	322
增长率 yoy%	-42.6%	-131.3%	539.2%	36.0%	25.5%
每股收益（元）	0.31	-0.10	0.43	0.58	0.73
每股现金流量	-0.24	0.02	0.60	0.84	1.08
净资产收益率	8%	-3%	10%	12%	14%
P/E	30.5	-97.5	22.2	16.3	13.0
P/B	2.4	2.5	2.4	2.2	1.9

备注：股价取自 2023 年 4 月 28 日收盘价

**基本状况**

总股本（百万）	443
流通股本（百万）	443
市价（元）	9.45
市值（百万元）	4,190
流通市值（百万元）	4,190

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

【公司点评】成本端压力释放下，盈利有望加速修复（20220715）

【公司点评】上市首发股权激励，经营动力有望进一步增强（20220613）

【公司点评】业绩短期承压，B 端/C 端双轮驱动长期成长（20220424）

【公司点评】Q3 收入增速有所放缓，毛利率环比略有回升（20211025）

【公司点评】收入高增，工程和经销渠道齐发力（20210817）

【公司深度】首家安全门、锁上市企业，产能扩张打开成长空间（20210817）

**投资要点**

- **事件一：**公司发布 22 年年报，全年实现营收 22.0 亿元，同比-16.7%；归母净利润-0.4 亿元，同比-131.3%；扣非归母净利润-0.7 亿元，同比-154.5%。单四季度营收 6.1 亿元，同比-26.7%；归母净利润-0.5 亿元，同比-403.3%；扣非归母净利润-0.7 亿元，同比-335.4%。
- **事件二：**公司发布 23 年一季报，23Q1 实现营收 3.9 亿元，同比+11.6%；归母净利润 0.2 亿元，同比+325.7%；扣非净利 0.1 亿元，同比+210.5%。
- **减值拖累 22 全年业绩，23Q1 盈利与回款改善明显。**分业务来看，公司 22 年全年钢质安全门/其他门/智能锁实现营收 15.5、4.0、1.5 亿，同比-16.2%、-26.3%、-6.5%；分别实现销量 145.2、31.0 万樘及 23.3 万把，同比-18.5%、-21.6%、+10.2%。分渠道看，全年公司 C 端、b 端（经销渠道）、B 端（工程直供）以及电商渠道分别实现收入 4.6、6.7、9.2、0.5 亿，同比-20.9%、-11.5%、-21.9%、+41.7%。全年公司新增经销商 383 家，置换取缔经销商 164 家，经销网络持续优化。分季度看，公司 22Q1-23Q1 分别实现毛利率 22.9%、20.8%、25.8%、27.9%、27.3%，随 22H2 原料价格高位下降，公司盈利水平自 22Q3 起改善修复。据 Wind 数据，冷轧板卷 1.0mm（上海）22H2 均价 4431 元/吨，同比降低 28%，较 22H1 下降 20%。公司全年计提信用减值准备 1.6 亿，单项计提坏账准备净增加 3794 万元，账面余额 4528 万元，期末计提比例达 38%。剔除减值影响，公司全年实现归母净利润约 1.2 亿，净利率约 5%，同口径下同比约-0.7pct。费用方面，受营收下滑影响，公司 22 年期间费用率同比+3.4pct 至 22.1%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比+0.2pct、+1.5pct、+0.8pct、+0.9pct。23Q1 公司实现销售净利率 3.8%，同比由负转正，经营活动现金净流入 0.5 亿，较往年常规 Q1 经营现金流净流出有较明显改善。
- **23 年经营目标明确，产能提升、渠道扩张双管齐下。**根据公司 22 年年报披露，公司设置 23 年度营收目标 28.6 亿（同比+30%），归母净利润目标 1.7 亿（同比+292%），估算全年净利率 6.0%，同比+8.3pct。22 年公司先后中标保利、金地、越秀等多家集采项目；23 年初又陆续中标万科、首创、中交、恒大保交楼等集采项目，正加快落实集采订单。为满足集采客户订单需求，在生产方面，公司长恒基地 23 年安全门产能目标达到 120-140 万樘/年，同比提升 71-100%；四川基地一期 23 年目标产能同比提升 43% 至 50 万樘/年。销售方面，23 年公司计划开发零售经销商 300 家，工程经销商 300 家；在回款方面，鉴于部分地产客户风险情况，公司主动收缩与该部分客户合作规模，并采取现款现货结算方式以管控回款风险。公司有望抓住 B 端工程客户集采中标机遇实现市占率的进一步提升。
- **投资建议：**公司产能规模稳步提升，行业龙头优势不断巩固，智能锁业务有望打开新增长曲线。由于此前疫情扰动对公司产能建设、投放及项目导入具有一定影响，我们将公司 23-25 年归母净利润预测调整至 1.9/2.6/3.2 亿元（原值 23-24 年预测值为 3.2/4.9 亿元），当前股价对应 PE 为 22/16/13 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原料价格波动超预期风险；地产竣工不及预期风险；公司产能扩张不及预期风险；减值计提超预期风险等。

图表 1：公司 2017-23Q1 营业收入情况 (亿元)



来源：wind，中泰证券研究所

图表 2：公司 2017-23Q1 归母净利润情况 (亿元)



来源：wind，中泰证券研究所

图表 3：公司 2017-23Q1 毛利率及净利率



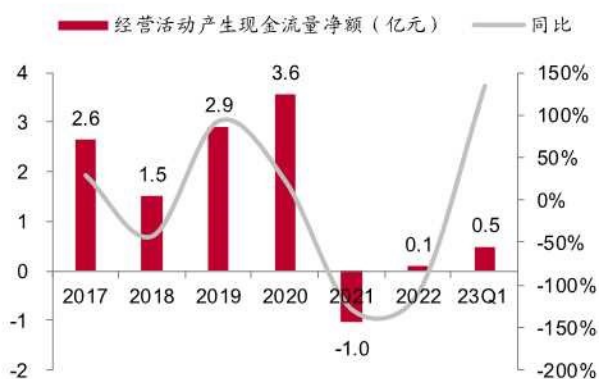
来源：wind，中泰证券研究所

图表 4：公司 2018-23Q1 期间费用率水平



来源：wind，中泰证券研究所

图表 5：公司 2017-23Q1 经营现金流净额 (亿元)



来源：wind，中泰证券研究所

图表 6：公司 2017-23Q1 经营性现金流 (亿元)



来源：wind，中泰证券研究所

**图表 7: 公司财务报表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	226	293	588	1,295	营业收入	2,203	2,852	3,215	3,607
应收票据	46	60	68	76	营业成本	1,664	2,091	2,323	2,568
应收账款	930	1,267	1,425	1,596	税金及附加	23	30	34	38
预付账款	62	71	79	87	销售费用	246	314	353	397
存货	336	417	464	513	管理费用	104	123	129	133
合同资产	0	0	0	0	研发费用	69	76	86	96
其他流动资产	386	294	307	322	财务费用	0	-12	-11	-8
流动资产合计	1,986	2,402	2,931	3,889	信用减值损失	-161	-20	-20	-20
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-14	-8	-10	-11
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	5	5	5	5
固定资产	1,281	1,992	2,454	2,783	投资收益	-1	-1	1	0
在建工程	210	310	410	510	其他收益	15	15	26	26
无形资产	212	215	225	244	营业利润	-58	221	303	382
其他非流动资产	80	83	86	91	营业外收入	10	11	11	10
非流动资产合计	1,783	2,600	3,175	3,628	营业外支出	4	4	4	4
<b>资产合计</b>	<b>3,769</b>	<b>5,002</b>	<b>6,106</b>	<b>7,517</b>	利润总额	-52	228	310	388
短期借款	481	673	692	831	所得税	-1	5	7	8
应付票据	105	132	147	162	净利润	-51	223	303	380
应付账款	845	1,062	1,187	1,320	少数股东损益	-8	34	46	58
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	-43	189	257	322
合同负债	167	202	212	220	NOPLAT	-51	211	292	372
其他应付款	323	323	323	323	<b>EPS (按最新股本摊薄)</b>	<b>-0.10</b>	<b>0.43</b>	<b>0.58</b>	<b>0.73</b>
一年内到期的非流动负债	1	1	1	1					
其他流动负债	90	108	120	131					
流动负债合计	2,012	2,502	2,681	2,988	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	0	600	1,300	2,100	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
应付债券	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他非流动负债	46	55	66	79	营业收入增长率	-16.7%	29.5%	12.7%	12.2%
非流动负债合计	46	655	1,366	2,179	EBIT增长率	-133.7%	-513.9%	38.4%	27.6%
<b>负债合计</b>	<b>2,058</b>	<b>3,157</b>	<b>4,047</b>	<b>5,167</b>	归母公司净利润增长率	-131.3%	-539.2%	36.0%	25.5%
归属母公司所有者权益	1,655	1,755	1,923	2,156	<b>获利能力</b>				
少数股东权益	56	90	136	193	毛利率	24.5%	26.7%	27.7%	28.8%
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,711</b>	<b>1,845</b>	<b>2,059</b>	<b>2,350</b>	净利率	-2.3%	7.8%	9.4%	10.5%
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,769</b>	<b>5,002</b>	<b>6,106</b>	<b>7,517</b>	ROE	-2.5%	10.2%	12.5%	13.7%
					ROIC	-3.0%	7.2%	7.6%	7.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	54.6%	63.1%	66.3%	68.7%
					债务权益比	30.8%	72.0%	100.0%	128.1%
					流动比率	1.0	1.0	1.1	1.3
					速动比率	0.8	0.8	0.9	1.1
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5
					应收账款周转天数	151	139	151	151
					应付账款周转天数	187	164	174	176
					存货周转天数	75	65	68	68
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	-0.10	0.43	0.58	0.73
					每股经营现金流	0.02	0.60	0.84	1.08
					每股净资产	3.73	3.96	4.34	4.86
					<b>估值比率</b>				
					P/E	-97	22	16	13
					P/B	3	2	2	2

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
 。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。