

王力安防 (605268.SH)

安防门锁领军者，行业机遇+产能释放助其成长提速

公司为全国首家安防门锁上市企业，源于中国著名的五金之都-永康，产业集群优势明显，公司所处安全门行业集中度较低，公司作为龙头市占率仅中低个位数，提升空间广阔，此外，公司亦有望依托其渠道优势进行品类拓展，同时发力渗透率较低的智能门锁领域，长期成长空间可期，23年公司募投产能释放，一方面助力其强化成本优势抢占市场份额，另一方面产能利用率提升叠加成本低位有望迎来利润率边际回升，进而有望实现收入业绩高增。

□ 源于“五金之都”秉持“工匠精神”，专注安全门，拓展室内门及智能锁，商业模式较佳。永康是著名的中国五金之都，门产品产量、出口量分别占全国的70%和66%。公司地处永康，可充分利用当地五金产业集群的市场资源降低自身原材料价格，与上下游产业链企业深度合作。公司秉持“诚信感恩待人，用工匠精神做事”的核心价值观，致力发展成为一家持续具备核心竞争力的百年门锁企业，引领世界智能门锁业潮流。公司专注于安全门、智能锁、木门等核心主营业务，同时延伸发力智能家居领域。此外，公司与经销商、客户的合作模式，资金风险相对较低，商业模式较好。

□ 市占率提升可期：工程端深化优质地产商合作，立足入户门进行品类扩充。我们认为，本轮房地产周期之下，一方面房地产企业集中度有望进一步提升并拉动精装修率提升，且其商业模式将更加重视家装质量对消费者的溢价，另一方面部分家居建材供应商受到资金风险、疫情反复等多维压力面临出清，基于安全门、木门行业的低集中度现状，公司有望依托其深耕多年的品牌美誉度（首家安防门锁上市公司、17-21年均为中国房地产500强首选钢制入户门类首选供应商）、生产技术及制造优势（长恬智能工厂产能释放有望大幅缩减公司成本，进一步强化其产品性价比优势）抢占市场份额，实现收入端的快速增长。

□ 智能门锁渗透率提升空间可期，公司积极布局。智能门锁相较于传统门锁安全性和便捷性更高，未来发展空间可期。2021年全球智能门锁渗透率最高的国家为韩国，约75%，日本为40%左右，而中国渗透率只有12%。一方面公司安防安全门业务具备工程端引流优势，另一方面公司23年专注于锁制造，技术优势领先，公司智能锁业务发展空间可期。

□ 盈利预测及投资建议。我们预计公司22-24年实现归母净利润-0.30/2.29/3.25亿元，同比-122%/扭亏为盈/42%，27日股价对应23年PE21X，首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：房地产行业波动风险，市场竞争加剧风险，原材料大幅波动风险，疫情风险，股价大幅波动的风险。

强烈推荐（首次）

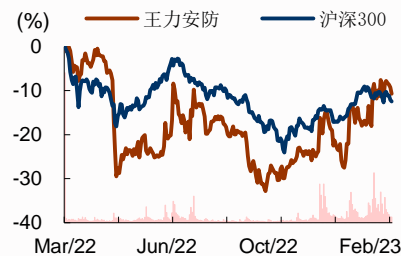
消费品/轻工纺服
目标估值：NA
当前股价：10.84元

基础数据

总股本（万股）	44339
已上市流通股（万股）	7438
总市值（亿元）	48
流通市值（亿元）	8
每股净资产（MRQ）	3.9
ROE（TTM）	0.0
资产负债率	55.2%
主要股东	王力集团有限公司
主要股东持股比例	43.75%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	12	-8
相对表现	12	14	3



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

赵中平 S1090521080001
✉ zhaozhongping@cmschina.com.cn
王鹏 S1090522040002
✉ wangpeng25@cmschina.com.cn
郑晓刚 S1090517070008
✉ zhengxiaogang@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2114	2645	2161	3354	4236
同比增长	8%	25%	-18%	55%	26%
营业利润(百万元)	298	172	(42)	286	406
同比增长	20%	-42%	-124%	-783%	42%
归母净利润(百万元)	240	138	(30)	228	324
同比增长	13%	-43%	-122%	-858%	42%
每股收益(元)	0.54	0.31	-0.07	0.51	0.73
PE	20.0	34.9	-159.5	21.1	14.9
PB	4.4	2.8	2.9	2.6	2.2

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、国内安防门锁首家上市公司，家居安全的护卫军	5
1. 源于永康产业集群优势显著，秉持“工匠精神”行稳致远	5
2. 专注安全门，拓展室内门及智能锁，商业模式较佳	7
二、公司成长逻辑一：市占率提升	8
1. 我国住宅市场门类需求广阔	8
2. 公司市占率提升可期：工程端深化优质地产商合作，立足入户门进行品类扩充	9
三、公司成长逻辑二：品类渗透率提升	12
四、募投项目产能释放+生产提效进一步强化公司竞争优势	14
五、盈利预测及风险因素	14
1. 盈利预测	14
2. 风险因素	15

图表目录

图 1：公司历史沿革	5
图 2：王力安防股权结构图（截至 22Q3）	6
图 3：公司、经销商、工程客户合作模式	8
图 4：分渠道销售收入占比	10
图 5：分渠道销售收入及其变动	10
图 6：公司合作房地产商	10
图 7：经销商数量变化	10
图 8：2021 年房地产行业集中度	10
图 9：前 10 名工程客户销售金额、占营业收入比例	10
图 10：国内精装修渗透率	11
图 11：国内精装房户内门市场结构	11
图 12：公司其他门营业收入及增长情况	12
图 13：公司其他门营业收入占比提升	12
图 14：2021 年全球智能锁市场渗透率	12
图 15：2015-2021 年中国智能门锁市场规模	12
图 16：2021 年精装修智能门锁配套项目套数及同比	13

图 17: 智能锁上中下游结构及份额.....	13
图 18: 2020 年精装修智能门锁品牌竞争格局	13
图 19: 2021 年精装修智能门锁品牌竞争格局	13
图 20: 2020 年线上智能门锁品牌竞争格局	13
图 21: 2021 年线上智能门锁品牌竞争格局	13
图 22 : 王力安防门锁产品技术优势.....	14
图 23: 公司生产基地计划及实施情况.....	14
图 24: 永康长恬工厂示意图.....	14
图 25: 王力安防收入渠道拆分及预测	15
表 1: 管理层一览	6
表 2: 王力主营产品.....	7
表 3: 中国住宅装修市场门类市场规模测算	9
表 4: 中国房地产 500 强首选供应商“钢制入户门类”	11
附: 财务预测表.....	16

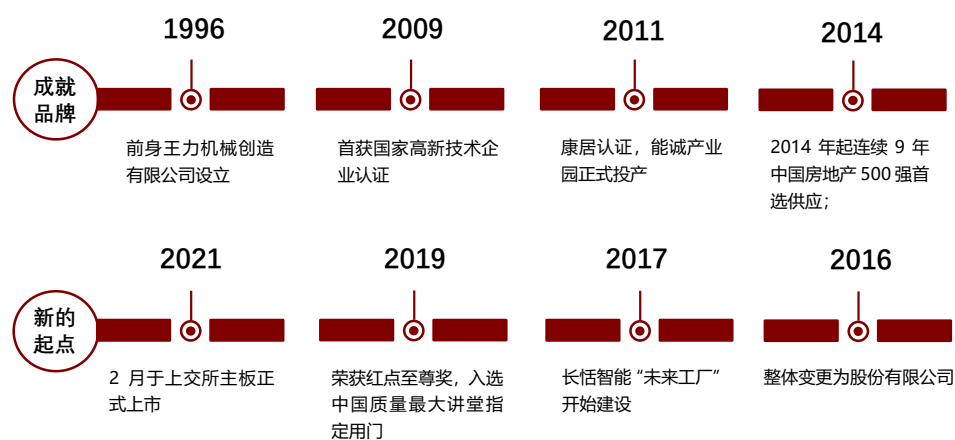
一、国内安防门锁首家上市公司，家居安全的护卫军

1. 源于永康产业集群优势显著，秉持“工匠精神”行稳致远

公司前身为王力机械创造有限公司，此后经过一系列发展，由世界锁业亚萨克莱和王力集团合资(亚萨克莱持股 70%，王力集团持股 30%)的王力安防科技股份有限公司于 2005 年在浙江永康成立。

永康是著名的中国五金之都，门产品产量、出口量分别占全国的 70%和 66%。公司地处永康，可充分利用当地五金产业集群的市场资源降低自身原材料价格，与上下游产业链企业深度合作，发掘大型工程采购客户。公司秉持“诚信感恩待人，用工匠精神做事”的核心价值观，致力发展成为一家持续具备核心竞争力的百年门锁企业，引领世界智能门锁业潮流。

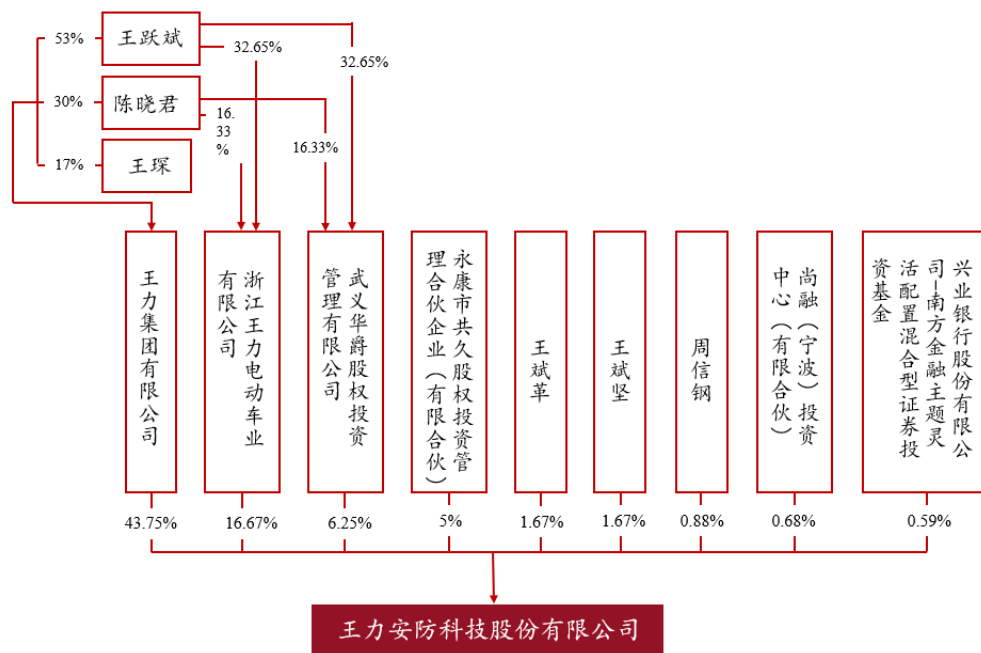
图 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网、公司招股说明书、招商证券

公司实际控制人为王跃斌、陈晓君、王琛家族。陈晓君为王跃斌之妻，王琛为王跃斌之女。王跃斌、陈晓君和王琛共同控制的王力集团、王力电动车和华爵投资分别持有公司 43.75%、16.67%和 6.25%的股权，除此之外陈晓君直接持有王力安防科技有限股份公司 6.67%的股权，王琛持有共久股权投资管理有限公司 67.83%的股权。

图 2: 王力安防股权结构图 (截至 22Q3)



资料来源: 同花顺 iFinD、公司公告、公司官网、招商证券

表 1: 管理层一览

姓名	职位	主要工作经历
王跃斌	董事长、总经理	王跃斌先生曾担任永康市现代开采机械厂厂长、王力机械总经理; 2001 年起任王力集团董事长; 2005 年起任王力有限董事长/执行董事兼总经理。现任公司董事长、总经理。
王琛	公司董事、副总经理	现任公司董事、副总经理。
胡迎江	董事	胡迎江先生曾担任王力集团市场部经理、王力有限市场部经理、浙江浩力门业有限公司副总经理; 自 2013 年起任王力有限产品总监。现任公司董事。
应敏	董事	应敏女士曾担任王力集团总经理助理; 自 2005 年起任王力有限董事。现任公司董事。
王李霞	副总经理	王李霞女士曾任王力门业客服主任, 2013 年起历任王力有限营销总监助理、生产中心副总监、审计中心副总监。现任公司副总经理。
李琼杏	副总经理	李琼杏女士自 2006 年起历任王力有限客服经理、营销事业部总经理。现任公司副总经理。
支崇铮	副总经理	支崇铮先生曾任王力门业生产副总助理、冰神科技生产经理、加彩工贸执行董事、王力有限研发总监助理。现任公司副总经理。
王顺达	副总经理	王顺达先生曾担任王力机械厂厂长; 2005 年起历任王力有限生产总监、生产管理事业部总经理。现任公司副总经理。
陈俐	财务总监	陈俐女士曾任中运物流、王力电动车、冰神科技、王力集团财务经理, 2018 年 5 月起, 历任公司财务副经理、财务经理、财务部门负责人和财务副总监, 现任公司财务总监。
陈泽鹏	董事会秘书、副总经理	陈泽鹏先生曾任招商银行股份有限公司金华永康支行对公客户经理、同业客户经理; 2017 年 11 月加入公司。现任公司董事会秘书。

资料来源: 公司公告、公司招股说明书、招商证券

2. 专注安全门，拓展室内门及智能锁，商业模式较佳

公司专注于安全门、智能锁、木门等核心主营业务，同时延伸发力智能家居领域。公司大力实施“智能制造、智能管理、智能产品”发展战略。开发了爱岗智家、机器人安全门等高端智能家居产品，可满足不同客户群体的定制化需求，做好家居安全的“守门员”。

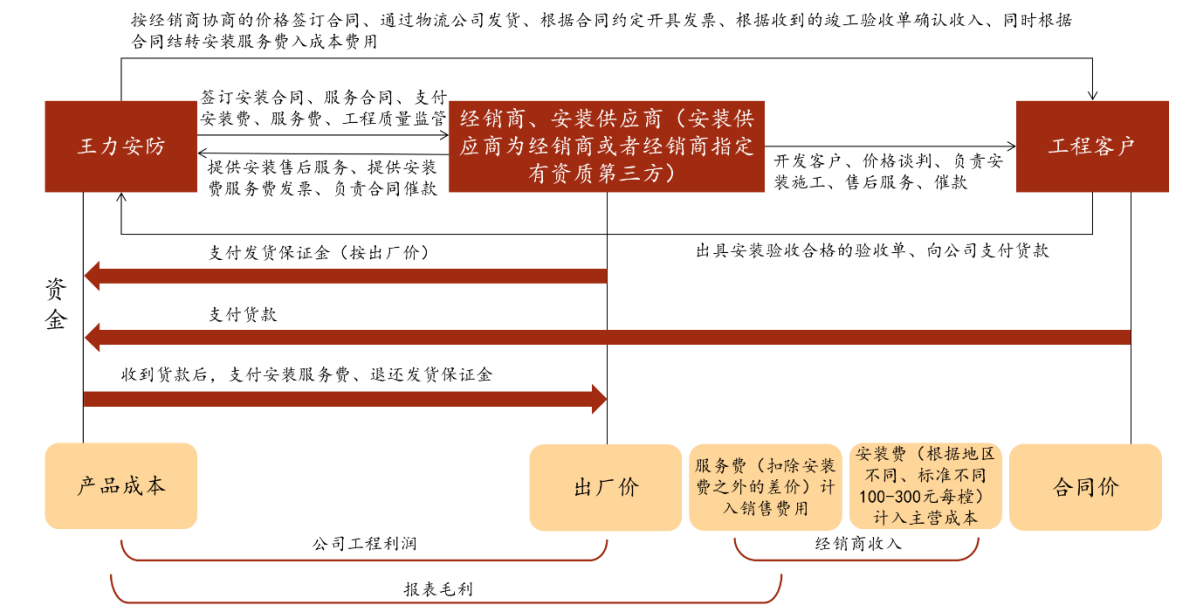
表 2: 王力主营产品

<p>钢制安全门</p> 	<p>钢制安全门</p>						
<p>其他门</p>	<p>木门</p> 	<p>装甲门</p> 	<p>铸铝门</p> 	<p>铜门</p> 	<p>全木门</p> 	<p>不锈钢门</p> 	<p>智能门</p> 
<p>安全锁</p>	<p>智能安全锁</p> 		<p>机械安全锁</p> 				
<p>智能家居</p>	<p>机器人管家</p> 	<p>摄像头</p> 	<p>人体监测</p> 				

资料来源：公司公告、招商证券

公司商业模式较好，降低资金风险。经销商获取的销售服务费=具体工程业务客户的合同价格-出厂核定价格-安装费。与公司签订工程业务合同并且经销商在业务环节中提供安装以及其他服务，整个业务对应的合同价格均由经销商经充分沟通、市场竞争及商业谈判后确定。公司根据实际生产计算出厂指导价格（不含运费、安装费和服务费等），出厂核定价格相对出厂指导价格有一定折扣，经销商需要按照出厂核定价格缴纳全额保证金给公司。核定价与出厂价之间的折扣体现了公司对经销商的激励，除此之外，为支持经销商开拓市场与客户，公司也会降低缴纳的保证金数额或者比例。只有在公司向工程业务客户的收款金额超过发货时经销商工程保证金全额，合同收入、安装成本和销售服务费已经确认，同时收到经销商的安装服务费发票，则将对对应金额的安装服务费支付给经销商。

图 3: 公司、经销商、工程客户合作模式



资料来源: 招股说明书, 招商证券

二、公司成长逻辑一: 市占率提升

1、我国住宅市场门类需求广阔

(1) 中国住宅装修市场需求分解:

我们根据住宅新开工房屋面积推算出新房竣工套数。此外, 考虑二手房及存量房的更新需求。由于门的特殊性, 假设二手房交易后会对门进行换新。我国存量房翻新周期平均为 10-15 年之间, 假设存量房翻新周期为 12 年。预计 2023 年, 新增住房家装需求 2408 万套, 其中新房/二手房/存量房占比分别为 58%/17%/25%。

(2) 安全门需求量的测算:

安全门作为入户门是城市住宅标配, 每户住宅至少有一樘入户门。大宗业务采购安全门主要用于新建住宅, 个人采购安全门考虑 (1) 新建住宅自主更换更高品质安全门, (2) 二手房出于安全因素换门, (3) 存量房升级更换安全门。现代住宅楼通道门及管井门通常会采用防火门, 入户门与通道门和管井门的樘数比大约为 1:2。其余假设: (1) 通道门、管井门只考虑新房需求, 且通过地产商配置; (2) 新房毛坯房中住户自行换门比例为 50%; (3) 存量房升级中安全门替换比例为 60%。预计安全门市场空间为 5352 万樘, 对应 633 亿元。

(3) 木门需求量的测算:

我们认为王力安防主要通过安全门向户内门拓展, 因此对木门需求量测算集中于住宅领域的木门需求, 暂未考虑非住宅项目如酒店、学校等工程的木门需求量, 基于此预计木门市场空间为 12038 万樘, 木门龙头江山欧派市占率亦较低, 行业仍处于高度分散阶段。

表 3: 中国住宅装修市场门类市场规模测算

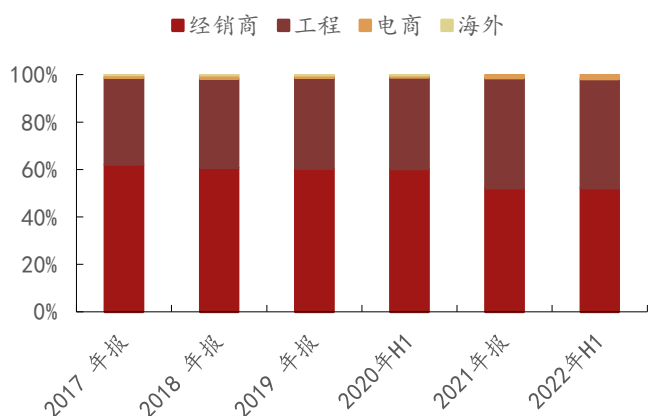
室内门	2023E	安全门	2023E
当年新房竣工套数估算 (万套)	1602	当年新房竣工套数估算 (万套)	1602
YOY	20%	YOY	20%
交易需求1: 当年新房 (万套)	1394	交易需求1: 当年新房 (万套)	1394
YOY	23%	YOY	23%
当年精装房 (万套)	599	当年精装房 (万套)	599
YOY	32%	YOY	32%
当年毛坯房 (万套)	795	当年毛坯房 (万套)	795
YOY	17%	YOY	17%
交易需求2: 二手房成交 (万套)	411	交易需求2: 二手房成交 (万套)	411
YOY	1%	YOY	1%
非交易需求: 存量房翻新 (万套)	602	非交易需求: 存量房翻新 (万套)	602
新增住房家装需求 (万套)	2408	新增住房家装需求 (万套)	2408
YOY	15%	YOY	15%
精装房比例	43%	精装房比例	43%
木门总需求樘数 (万樘)	12038	安全门总需求 (万樘)	5352
精装房木门市场规模 (亿元)	222	精装房入户门市场规模 (亿元)	78
YOY	32%	YOY	32%
毛坯房木门市场规模 (亿元)	590	毛坯房入户门市场规模 (亿元)	179
YOY	17%	YOY	17%
新房市场总规模 (亿元)	812	新房入户门市场规模 (亿元)	257
YOY	21%	YOY	21%
二手房房市场规模 (亿元)	305	新房通道门、管井门市场规模 (亿元)	167
YOY	1%	YOY	23%
存量房市场规模 (亿元)	447	二手房安全门市场规模 (亿元)	111
YOY	8%	YOY	1%
总市场规模测算 (亿元)	2376	存量房安全门市场规模 (亿元)	98
YoY	15%	YOY	8%
江山欧派市占率-量的口径 (全渠道)	3%	安全门市场规模 (亿元)	633
江山欧派市占率-精装修 (2022Q1)	9%	YOY	15%
		王力安防市占率-量的口径 (全渠道)	3%
		王力安防首选率-房开商 (2021)	17%

资料来源: 国家统计局, 招商证券

2、公司市占率提升可期: 工程端深化优质地产商合作, 立足入户门进行品类扩充

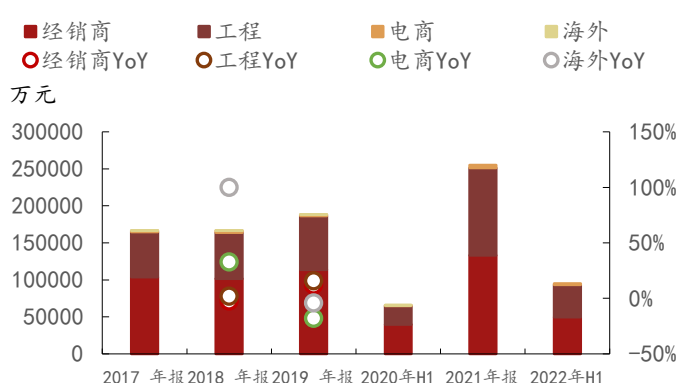
公司销售渠道包括经销商渠道、工程渠道、电商渠道, 2021 年三个渠道占主营业务收入比重分别为 52.19%/46.33%/1.48%, 其中经销商渠道和工程渠道收入占主营业务收入比重持续保持 98%以上。公司经销商渠道分为工程经销商和零售经销商, 工程经销商对接房地产公司工程项目, 零售经销商对接个人消费者。

图 4: 分渠道销售收入占比



资料来源: 招股说明书, 招商证券

图 5: 分渠道销售收入及其变动



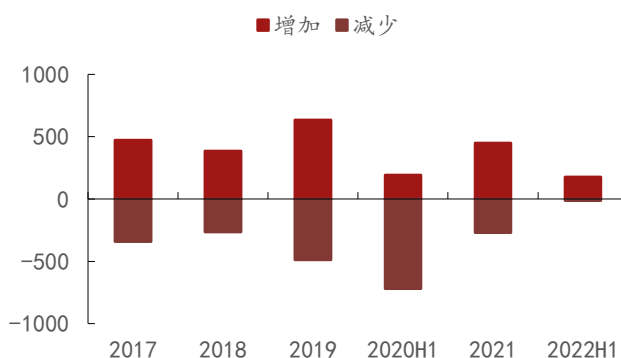
资料来源: 招股说明书, 招商证券

图 6: 公司合作房地产商



资料来源: 公司官网, 招商证券

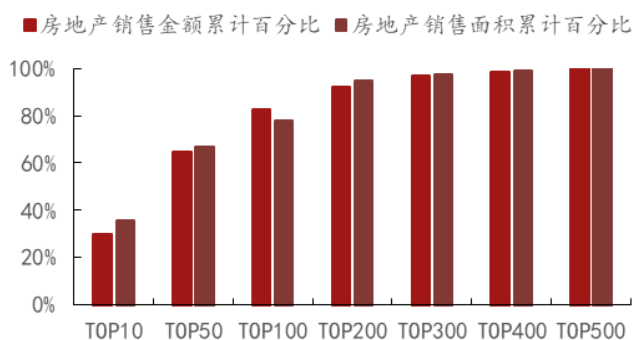
图 7: 经销商数量变化



资料来源: 招股说明书, 招商证券

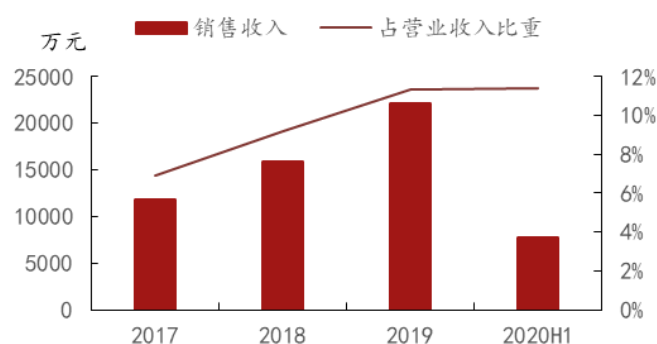
工程端深入与优质客户合作, 客户结构相对分散提升抗风险能力。2016 年以来, 房地产开发公司集中度提升、集采趋势加强、降本控费要求提高, 优质地产商在资金周转、风险控制、运维管理等方面更具优势。此外, 公司加大了房地产开发企业等工程类客户的开拓力度, 与房地产商进行深度战略合作、布局工程门下沉市场。公司前 10 名工程客户收入占比在 10%左右, 客户结构相对分散亦提升其抗风险能力, 公司大宗业务稳步拓展。公司产品成功入驻杭州 G20 峰会、北京大兴国际机场、中央部委住宅、中国质量大讲堂、2022 杭州亚运会场馆等重点建设项目, 进一步提升公司口碑。

图 8: 2021 年房地产行业集中度



资料来源: 上海易居房地产研究院, 招商证券

图 9: 前 10 名工程客户销售金额、占营业收入比例



资料来源: 招股说明书, 招商证券

公司工程端优势集中体现在生产与技术水平上，转化为品牌优势进一步提升产品工程端市场份额。公司具有（1）规模化优势，安全门生产对生产场地面积、生产设备效率、生产线的排布、货物流转空间、货物存储空间等均具有较高要求，安全门定制化生产对企业柔性化提出更高要求，高柔性化的生产流程对生产场地大小、资金实力有更高的要求；（2）技术优势，公司技术研发态度为“研发一代、生产一代、储备多代”，公司拥有 300 多项国家专利，57 项发明专利，安全门核心技术优势体现在自主研发安全锁上，并设立王力研究院推进新技术、新产品研发；（3）智能制造优势，公司采用智能管理模式，构建以企业资源配置最优化为目的的智能管理体系；建成智能制造工厂、应用信息技术进行视觉检测、机器人生产等，通过数字化改造和产业转型升级，实现智能制造、提高产品品质、缩短产品交期、降低产品单位成本。

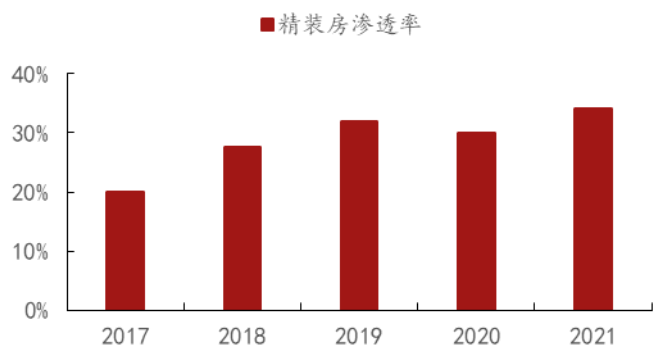
表 4: 中国房地产 500 强首选供应商“钢制入户门类”

2017年		2018年		2019年		2020年		2021年	
品牌	首选率 (%)	品牌	首选率 (%)	品牌	首选率 (%)	品牌	首选率 (%)	品牌	首选率 (%)
王力	18	王力	19	王力	18	王力	17	王力	17
星月	17	星月	18	星月	17	星月	16	星月	17
步阳	11	盼盼	12	步阳	12	步阳	12	新多	13
盼盼	10	步阳	11	索福	10	索福	10	索福	9
索福	10	索福	10	新多	7	新多	8	金凯德	7
新多	6	群升	7	万嘉	6	万嘉	7	万嘉	6
群升	6	新多	6	金凯德	5	金凯德	6	步阳	5
江山欧派	5	万嘉	3	美心	4	美心	4	锐亿	4
千川	2	江山欧派	2	群升	3	锐亿	3	三荣、美心	3
金凯德	2	千川	1	赛银	1	群升	2	群升	2

资料来源：中房网微信公众号，招商证券

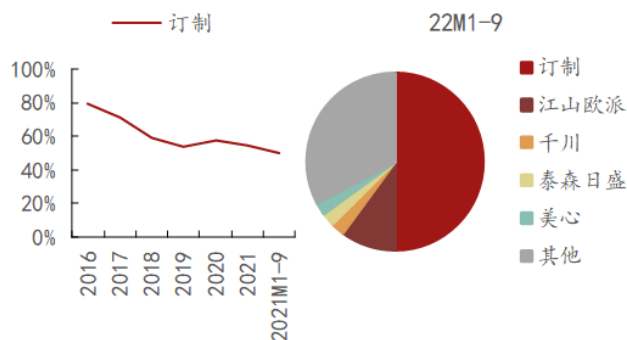
依托工程端客户资源及安全门生产经验，公司产品品类向公区门拓展。公司目前收入主要由安全门中的入户门贡献，公司有望以安全门、入户门为切入点，依靠公司工程端业务优势对接工程客户通道门、管井门等公区门需求。通过工程优势、线下推荐等，公司产品品类向室内门拓展。根据奥维云网数据，精装房的户内门配套率接近 100%。目前，精装房的户内门主要以订制为主、占比超过 50%，其次为江山欧派、千川等品牌，户内门品牌仍有大量市场空间待公司挖掘。公司其他门在营业收入中占比自 2016 年的 11.87% 提升至 2021 年的 20.32%，提升 8.45pcts。

图 10: 国内精装修渗透率



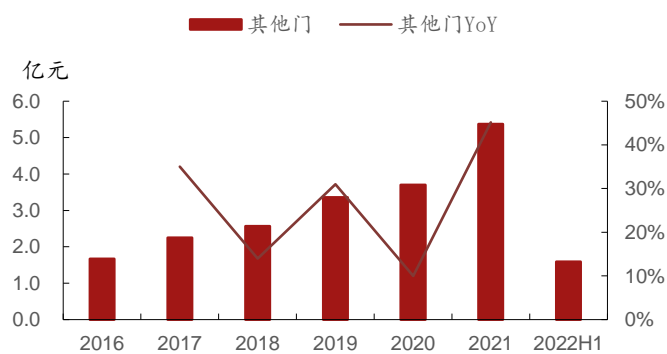
资料来源：奥维云网，招商证券

图 11: 国内精装房户内门市场结构



资料来源：奥维云网，招商证券

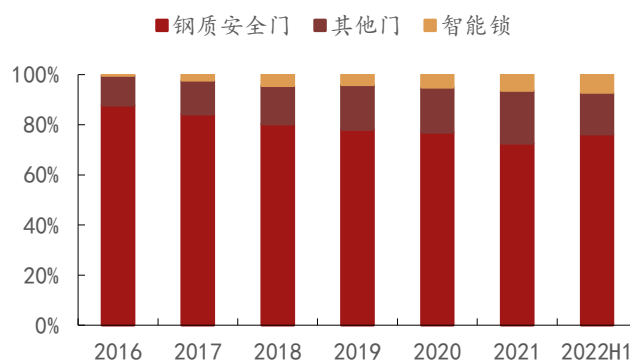
图 12: 公司其他门营业收入及增长情况



资料来源: 公司公告, 招商证券

注: 其他门主要指装甲门、铜门、金木门、不锈钢门和木门等

图 13: 公司其他门营业收入占比提升

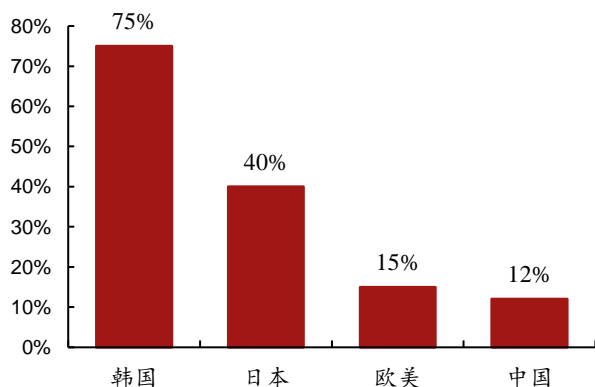


资料来源: 公司公告, 招商证券

三、公司成长逻辑二: 品类渗透率提升

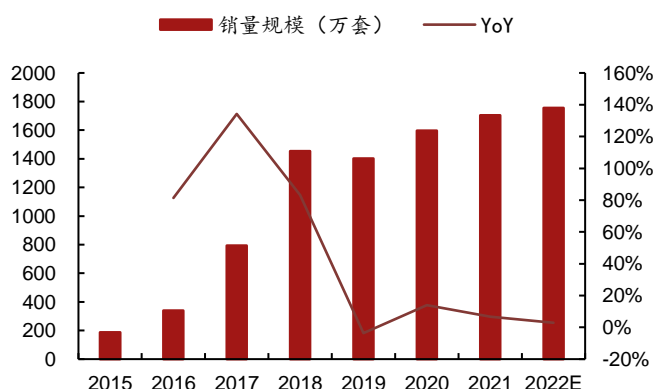
智能门锁相较于传统门锁安全性和便捷性更高, 未来发展空间可期。随着近几年 5G、AI 技术与物联网结合, 智能家居成为新经济增长点。居民可支配收入提高, 智能家居渗透进许多消费者的生活中, 其中智能门锁是智能安防中的重要产品。相较于传统门锁, 智能门锁更加安全和方便。安全具体体现在: 锁芯等级高, 几乎标配最高级 C 级锁芯, 防技开效果好; 中高端品牌配置的电子锁体更安全防盗; 智能锁基本可以防止猫眼开锁; 有各种类型的异常警报提醒和电子猫眼, 居住更安全。方便体现在: 开锁方式多样, 包括蓝牙、Wi-Fi、APP、NFC、语音、密码、指纹、静脉、虹膜、人脸, 不再局限于携带钥匙出门。根据奥维云网的数据, 2021 年全球智能门锁渗透率最高的国家为韩国, 约 75%, 日本为 40% 左右, 而中国渗透率只有 12%。根据洛图科技 (RUNTO) 数据, 2021 年中国智能门锁市场规模达 1695 万台, 同比增长 5.9%, 增长主因 C 端零售市场发展以及线上电商平台成长, 预测 2022 年市场规模达 1785 万台 (同比增长 5.3%)、线上渠道达 450 万台 (同比增长 20% 以上)。

图 14: 2021 年全球智能锁市场渗透率



资料来源: 华经产业研究院、招商证券

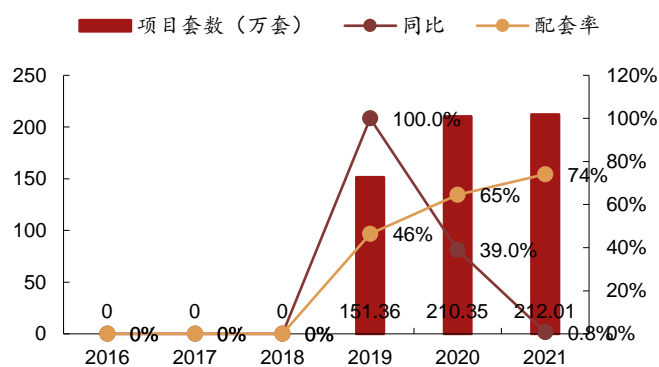
图 15: 2015-2021 年中国智能门锁市场规模



资料来源: 洛图科技 (RUNTO)、招商证券

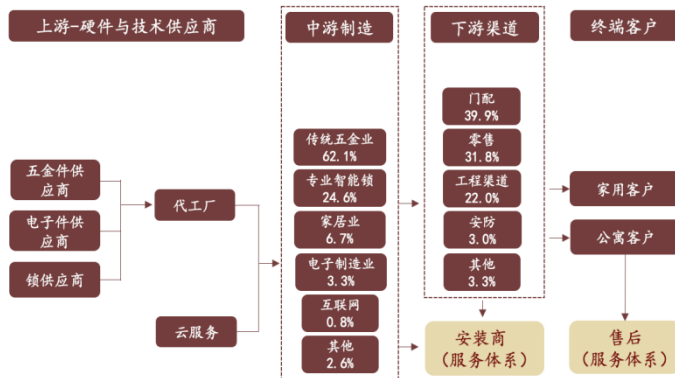
王力安防安全门业务具备工程端引流优势。智能锁行业下游渠道主要包括工程渠道和零售渠道, 工程渠道包括房地产公司、家装公司、系统集成商等, 零售渠道包括门配、零售终端消费者等。王力安防智能锁目前零售端收入占比较大, 要依靠线上线下积极品牌宣传吸引零售客户。根据奥维云网的数据, 2021 年精装修智能门锁配套规模 212.01 万套, 同比上升 0.8%, 配套率 74%。

图 16: 2021 年精装修智能门锁配套项目套数及同比



资料来源: 奥维云网、招商证券

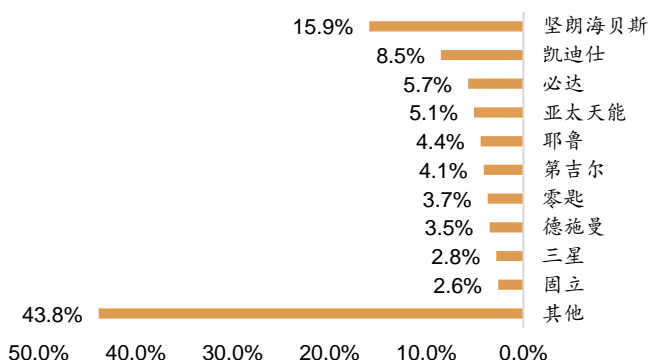
图 17: 智能锁上中下游结构及份额



资料来源: 观研天下、华经产业研究院、招商证券

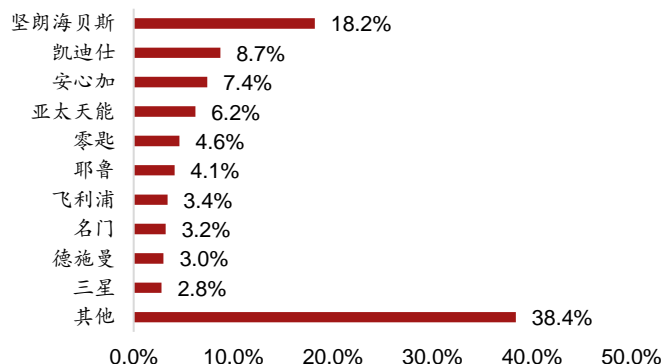
在智能门锁行业品牌竞争格局方面, 近年集中度提升, 2020-2021 年工程端和线上零售端前 3 名品牌市场占有率合计均超过 30%, 但腰部品牌份额低且变动频繁。王力安防依靠安全门的品牌力积极推进零售和工程端的智能锁配套销售, 有望提升其市场份额。

图 18: 2020 年精装修智能门锁品牌竞争格局



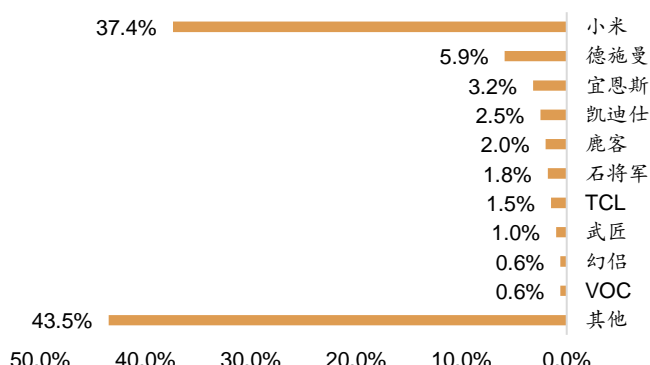
资料来源: 奥维云网、招商证券

图 19: 2021 年精装修智能门锁品牌竞争格局



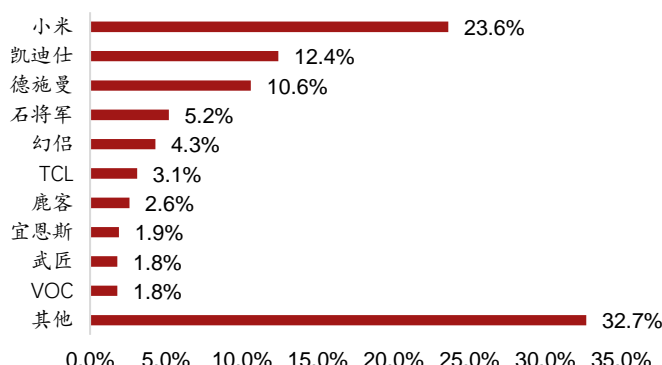
资料来源: 洛图科技 (RUNTO)、招商证券

图 20: 2020 年线上智能门锁品牌竞争格局



资料来源: 奥维云网、招商证券

图 21: 2021 年线上智能门锁品牌竞争格局



资料来源: 洛图科技 (RUNTO)、招商证券

王力安防 23 年专注于锁制造, 技术优势领先。相较于华为、小米智能家居专注于软件领域, 王力安防更加专注于硬件, 从 1998 年开始制造机械锁, 推出的锁产品功能强, 将锁产品运用到安全门的硬件制造是王力安防的核心优势。王力作为门锁国家标准和公安部标准制定单位, 产品通过公安部 GA 认证和康居产品认证, 还荣获各类设计及质量安全大奖。公司自主研发的超 C 级锁头, 防技开时间远超国家 A 级标准 360 倍以上, 安防性能更强。王力还与联通、

华为建立了三方合作关系，目标在遥感锁推广、智能家居建设等方面协同合作、互利共赢。

图 22：王力安防门锁产品技术优势

种类	技术优势	
锁具	自动上锁锁体，关门自动反锁	门缝调节功能，隔音效果好
超C级锁头	防技开、抗暴力强扭，	外壳不锈钢包裹
特能特防锁芯	屏蔽式结构：防止开锁工具开启	二次锁闭功能：防止非本钥匙、技术性、暴力开启
智能锁	三防分立结构：采集数据与数据识别分离，防止破坏外面板开启	
无感可视防盗智能锁	金融级芯片安全加密技术	视频监控功能

资料来源：公司年报、招商证券

四、募投项目产能释放+生产提效进一步强化公司竞争优势

新建智造基地将助王力安防生产能力和经营效率双重提升。2021 年公司上市，募投资金主要用于长恬物联网智能家居生产基地建设项目，另外公司还拥有永康、能诚、华爵、四川安防、四川西部 5 大产业园。公司招股书资料显示，募投项目计划三年内验收。长恬工厂正式建成达产后，预计新增年产 36 万套物联网智能家居，年均含税营业收入可达 21.6 亿元，年均净利润可达 2.4 亿元。除提高产能外，智能工厂还能在成本端为公司争取很大优势，长恬智能生产基地是目前行业里首家且唯一一家由浙江省评选的未来工厂，该智能工厂自动化和数字化水平高，涂装线的喷涂效率明显提升，由此减少污染且帮助公司缩减生产成本；新厂智能组装线投入使用后，可以大幅减少人员的使用。因此，未来总业务成本中的制造费用和直接人工都将有更强的竞争力，毛利率有望提升。公司进而可以正反馈于产品端，满足日益增长的市场需求，提升竞争优势，或提升性价比优势、加大研发、营销等投入。

图 23：公司生产基地计划及实施情况

阶段/时间	T+1年		T+2年		T+3年	
	H1	H2	H1	H2	H1	H2
初步设计及施工图设计						
土建施工及设备购置						
设备安装调试						
人员培训						
项目投产试产						
项目验收						
	2021H1			2021H2		
长恬工厂	新建			试投产		
四川工厂	已部分完成主体施工建设，机器设备分批按进度进场调试			部分厂区试投产		

资料来源：公司招股书、公司中报、招商证券

图 24：永康长恬工厂示意图



资料来源：数智网、招商证券

五、盈利预测及风险因素

1、盈利预测

收入端：由于房地产行业波动，公司考虑到回款风险等因素，22 年主动大幅调整客户结构，收缩民营客户订单，叠加疫情防控影响，收入端预计下滑，其中工程类相关项目预计下滑相对明显。23 年，随着公司募投项目产能的释放及爬坡，公司产品成本优势有望进一步强化，助力公司在明年行业竣工有望超预期（保交楼贡献弹性）及竞争格局优化（部分友商受房企出险影响较大）的背景下快速抢占市场份额，收入端有望实现高增。2024 年四川工厂产能有望进一步释放，为公司收入端增长提供动力。

利润端：由于 22H1 原材料价格上涨，叠加产能利用率较低（产能爬坡），公司毛利率预计略有下滑，23 年在成本降低及订单加速的驱动下，虽公司预计依托产能释放强化其产品性价比优势，毛利率预计迎来改善，24 年随着产能利用率的进一步提升，毛利率有望呈提升态势。

图 25：王力安防收入渠道拆分及预测

单位：亿元	2021	2022E	2023E	2024E
经销	13.3	10.7	15.8	19.4
YoY	15%	-20%	48%	23%
毛利率	24.9%	23.4%	25.9%	26.9%
其中：ToB	7.5	5.9	10.1	13.1
YoY	12%	-21%	70%	30%
其中：ToC	5.8	4.7	5.7	6.3
YoY	19%	-18%	20%	10%
工程	11.8	10.3	17.0	22.0
YoY	36%	-13%	65%	30%
毛利率	23.6%	23.1%	27.1%	28.1%
电商	0.4	0.5	0.6	0.7
YoY	54%	30%	25%	20%
毛利率	59.2%	57.2%	56.2%	56.2%
营业收入	26.4	21.6	33.5	42.4
YoY	25%	-18%	55%	26%
毛利率	24.5%	24.1%	27.1%	28.0%

资料来源：公司年报、招商证券

2、风险因素

- 房地产行业波动的风险：**公司所处行业为房地产行业下游，受房地产行业波动影响较大，若房地产竣工等大幅波动将对公司收入及业绩产生较大影响，因此提示房地产行业波动风险。
- 市场竞争加剧的风险：**安全门及木门行业市场集中度较低，行业较为分散，市场竞争较为激烈，若市场竞争加剧将对公司获取市场份额及保持盈利能力均有较大影响，因此提示房地产行业波动风险。
- 原材料大幅波动的风险：**由于公司产品成本结构中钢材占比较高，因此钢材价格大幅波动将对公司盈利能力产生较大影响，因此提示原材料大幅波动的风险。
- 疫情风险：**若疫情反复导致各环节人员不足，对公司客户开拓、产品生产、交付等均有较大影响，因此提示疫情相关风险。
- 股价大幅波动的风险：**由于公司非流通股占比较高，因此提示股价大幅波动的风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1397	1995	1331	1757	2364
现金	255	416	257	308	599
交易性投资	36	0	15	17	11
应收票据	115	163	130	168	169
应收款项	611	913	529	656	829
其它应收款	24	24	21	33	41
存货	274	362	291	437	543
其他	82	115	89	138	172
非流动资产	1189	1653	2054	2127	2095
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	437	901	1317	1403	1384
无形资产商誉	161	152	136	123	111
其他	591	601	600	600	600
资产总计	2585	3648	3384	3883	4459
流动负债	1442	1874	1668	1976	2275
短期借款	0	230	241	65	0
应付账款	728	985	809	1206	1504
预收账款	183	190	156	233	291
其他	530	467	462	472	480
长期负债	44	48	48	48	48
长期借款	0	0	0	0	0
其他	44	48	48	48	48
负债合计	1486	1921	1716	2024	2322
股本	369	436	436	436	436
资本公积金	115	647	647	647	647
留存收益	616	645	586	778	1056
少数股东权益	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)
归属于母公司所有者权益	1100	1727	1669	1861	2139
负债及权益合计	2585	3648	3384	3883	4459

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	356	(104)	370	458	479
净利润	240	137	(30)	228	323
折旧摊销	50	67	92	126	132
财务费用	1	(2)	11	7	(2)
投资收益	2	2	(15)	(15)	(13)
营运资金变动	66	(299)	313	105	34
其它	(3)	(9)	(1)	8	6
投资活动现金流	(285)	(427)	(500)	(187)	(80)
资本支出	(259)	(473)	(500)	(200)	(100)
其他投资	(26)	45	(0)	13	20
筹资活动现金流	(3)	713	(30)	(220)	(109)
借款变动	(34)	181	10	(176)	(65)
普通股增加	0	67	0	0	0
资本公积增加	0	532	0	0	0
股利分配	0	(92)	(28)	(37)	(46)
其他	30	25	(11)	(7)	2
现金净增加额	67	181	(160)	51	290

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2114	2645	2161	3354	4236
营业成本	1441	1998	1640	2445	3050
营业税金及附加	19	20	17	27	33
营业费用	229	290	242	369	466
管理费用	78	109	97	134	169
研发费用	55	58	65	101	127
财务费用	(14)	(21)	11	7	(2)
资产减值损失	(28)	(29)	(145)	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	21	12	15	16	15
投资收益	(2)	(2)	(1)	(1)	(1)
营业利润	298	172	(42)	286	406
营业外收入	6	6	7	6	6
营业外支出	6	1	3	4	3
利润总额	298	176	(38)	289	409
所得税	58	39	(8)	61	86
少数股东损益	0	(0)	0	(0)	(1)
归属于母公司净利润	240	138	(30)	228	324

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	8%	25%	-18%	55%	26%
营业利润	20%	-42%	-124%	-783%	42%
归母净利润	13%	-43%	-122%	-858%	42%
获利能力					
毛利率	31.8%	24.5%	24.1%	27.1%	28.0%
净利率	11.3%	5.2%	-1.4%	6.8%	7.6%
ROE	24.5%	9.7%	-1.8%	12.9%	16.2%
ROIC	23.3%	7.7%	-1.2%	12.1%	15.7%
偿债能力					
资产负债率	57.5%	52.7%	50.7%	52.1%	52.1%
净负债比率	0.0%	6.3%	7.1%	1.7%	0.0%
流动比率	1.0	1.1	0.8	0.9	1.0
速动比率	0.8	0.9	0.6	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.6	0.9	1.0
存货周转率	5.7	6.3	5.0	6.7	6.2
应收账款周转率	3.4	2.9	2.5	4.5	4.6
应付账款周转率	2.3	2.3	1.8	2.4	2.3
每股资料(元)					
EPS	0.54	0.31	-0.07	0.51	0.73
每股经营净现金	0.80	-0.24	0.84	1.03	1.08
每股净资产	2.48	3.90	3.76	4.20	4.82
每股股利	0.21	0.06	0.08	0.10	0.15
估值比率					
PE	20.0	34.9	-159.5	21.1	14.9
PB	4.4	2.8	2.9	2.6	2.2
EV/EBITDA	19.1	29.8	100.8	14.8	11.5

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵中平：香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

刘丽：对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

毕先磊：山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

王鹏：华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

王梓旭：中央财经大学硕士，2022年加入招商证券，任研究助理，研究方向为纺织服装。

郑晓刚：毕业于英国东安吉利亚大学，经济学硕士，2017年1月加入招商证券，从事建材行业研究，2019年开始负责建筑与建材行业。所带团队入选2019年、2020年建筑材料行业最佳行业分析团队金牛奖，2021年新浪财经金麒麟新锐分析师建筑材料行业第一名。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。