

制造优势加持下扩张产能，业绩驶入增长快车道

证券研究报告

2023年05月28日

王力安防（605268.SH）首次覆盖报告

• 核心结论

摘要内容

公司为国内安全门、锁领军企业，行业唯一上市公司，2017-2021年收入、归母净利润（不考虑信用减值）的复合增速分别为12.8%、2.4%。2022年受地产影响较大，销量下滑+减值计提导致业绩承压。

安全门行业集中度低，钢价高企+地产下行+品牌集中加速行业出清，公司作为行业龙头持续受益。22年钢制入户门品类中TOP1品牌为王力，首选率为17%，相比其他消费建材TOP1品牌首选率还有提升空间（如东方雨虹在防水材料中的首选率为30%），在钢价高企+地产下行+品牌集中背景下，行业出清有望加速，我们看好头部企业的市场份额增加。

产能快速扩张、成本持续下降，预计23-24业绩迎向上拐点。公司最核心的是制造优势：1) 产能快速扩张，抢占市场份额。目前公司拥有3个生产基地，其中长恬和蓬溪为新建基地，于21年下半年陆续投产。新基地投产前，公司产能超过150万樘；新基地投产后，预计公司产能将超过240万樘，公司有望持续抢占市场份额。2) 打造行业领先智能工厂降本增效，毛利率有望迎拐点。公司长恬募投项目是门、锁行业唯一的智能门锁及智能家居制造基地，将原有工艺需要的34人缩减至1人，可大幅缩减用工和提高产能，缩短产品生产周期。此外，工厂已于21-22年陆续转固，随着产能利用率提升，转固影响逐渐摊薄，从而带动公司毛利率提升。我们测算23-24年公司钢质安全门单位成本同比-7.1%/-1.8%，毛利率分别为29.2%/30.5%，同比+4.6/+1.2pct，毛利率有望迎来拐点。

投资建议：我们预计23-25年公司实现归母净利润1.97/2.99/3.37亿元，对应EPS 0.45/0.67/0.76元。公司作为当前安全门行业唯一A股上市企业，未来有望在融资优势帮助下突破产能瓶颈，凭借制造优势、渠道优势、品牌优势持续提高市占率，给予公司23年目标PE 23倍，对应目标股价10.24元。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：地产复苏不及预期，原材料价格剧烈波动，产能释放不及预期。

• 核心数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,645	2,203	3,038	3,840	4,457
增长率	25.1%	-16.7%	37.9%	26.4%	16.1%
归母净利润（百万元）	138	(43)	197	299	337
增长率	-42.6%	-	-	51.2%	12.8%
每股收益（EPS）	0.31	(0.10)	0.45	0.67	0.76
市盈率（P/E）	31.2	-	21.7	14.4	12.7
市净率（P/B）	2.5	2.6	2.3	2.0	1.7

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

公司评级

增持

股票代码 605268.SH

前次评级 --

评级变动 首次

当前价格 9.68

近一年股价走势



分析师

李华丰 S0800521070003

18516181967

lihuafeng@research.xbmail.com.cn

联系人

谭鹭

17821173965

tanlu@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点	4
关键假设	4
区别于市场的观点	4
股价上涨催化剂	4
估值与目标价	4
王力安防核心指标概览	5
一、国内安全门领军企业，产品力推动营收稳步提升	6
1.1 深耕安全门领域，打造行业首家“未来工厂”	6
1.2 公司股权集中，管理团队稳定	7
1.3 门锁双轮驱动，产品力拉动营收提升	8
二、安全门稳步扩容，智能锁增速亮眼	9
2.1 安全门：消费升级助力市场稳步扩容，产能出清优化竞争格局	9
2.1.1 需求端：短期看地产竣工修复，长期看存量房翻新支撑需求	11
2.1.2 供给端：集中度较低，行业承压加速产能出清，竞争格局逐步优化	12
2.2 智能锁：智能门锁加速渗透，行业飞速发展	14
三、产品力构筑品牌护城河，智能工厂巩固竞争优势	15
3.1 门锁一体化生产，安全锁技术优势突出	15
3.2 品牌价值行业领先，品牌力获取客户信任	16
3.3 零售、工程渠道优质，工程渠道占比逐步提升	17
四、智能工厂降本增效，产能利用率爬坡提升盈利能力	19
4.1 钢质安全门单位成本波动较大，主要受钢价和转固折旧影响	19
4.2 公司产能扩张打开成长空间，转固影响逐渐摊薄	20
4.3 智能管理+智能制造，打造行业领先智能工厂，降本增效	21
五、盈利预测与投资建议	23
5.1 关键假设及盈利预测	23
5.2 相对估值	24
5.3 投资建议	25
六、风险提示	25

图表目录

图 1：王力安防核心指标概览图	5
图 2：公司发展历程	6
图 3：公司股权结构（截止 2023 年 3 月 31 日）	7
图 4：2016-2022 营业收入及增速	8
图 5：2016-2022 归母净利润及增速	8
图 6：2016-2022 主营产品收入结构	9
图 7：2016-2022 主营产品毛利率变动(%)	9
图 8：2013-2022 各项费用率(%)	9
图 9：2013-2022 销售毛利率(%)和销售净利率(%)	9
图 10：国内安全门发展历程	10
图 11：安全门产业链	10
图 12：2021 年王力安防直接材料成本占比	11
图 13：2021 年公司门类产品毛利率相对于钢价的敏感性分析	11

图 14: 钢材价格 (左轴) 与公司毛利率 (右轴, 倒序) 变动趋势	11
图 15: 2012-2022 年中国商品房销售面积	11
图 16: 2022 钢制入户门品牌首选率	13
图 17: 消费建材品类 TOP1 品牌首选率对比	13
图 18: 2012-2022 住宅竣工面积 (万平方米) 及同比	13
图 19: 2012-2022 住宅销售面积 (万平方米) 及同比	13
图 20: 钢材综合价格指数变动趋势	14
图 21: 2016-2022 年中国智能门锁渗透率	14
图 22: 2018-2022 年中国智能门锁产值	14
图 20: 2022 年中国智能门锁线上市场销量、销售额结构	15
图 24: 2016-2022 研发费用及研发费用率	16
图 25: 2013-2022 年王力安防品牌价值	16
图 26: 2013-2022 年地产 500 强王力安防门类产品首选率	16
图 27: 公司部分工程案例	17
图 28: 2016-2022 各渠道营业收入占比	17
图 29: 2016-2022 各渠道毛利率	17
图 30: 2016-2022 经销商数量	18
图 31: 2016-2022 经销渠道营收	18
图 32: 公司、工程客户与经销商的业务关系	18
图 33: 王力安防与可比公司信用减值损失占营业收入比例 (%)	19
图 34: 王力安防与可比公司应收账款周转率 (次)	19
图 35: 公司前五大客户营收占比 (%)	19
图 36: 王力安防钢质安全门单价和单位成本变动趋势	20
图 37: 王力安防钢质安全门单位成本结构	20
图 38: 公司门类产品产能及产量数据 (万樘)	20
图 39: 公司门类产品产销量 (万樘)	20
图 40: 公司产能分布图	21
图 41: 公司智能管理发展历程	22
图 42: 公司智能工厂将原本繁杂离散的生产工艺整合为集成生产单元	22
图 43: 王力安防智能生产线	23
图 44: 王力安防智能生产线	23
表 1: 公司主要产品	7
表 2: 公司部分管理层履历	8
表 3: 住宅安全门市场规模测算 (出厂口径)	12
表 4: 公司核心技术	15
表 5: 公司产业园分布及投产时间	21
表 6: 公司主要业务未来三年盈利预测	24
表 7: 可比公司对比	25

投资要点

关键假设

钢质安全门：钢制安全门是公司的主要产品，收入占比 70%左右。我们假设 23-25 年钢质安全门营收同比+43.6%/+30%/+17.3%，毛利率分别为 29.2%/30.5%/29.7%。

销量方面，根据公司新基地建设进度和产能释放情况，我们假设 23-25 年的销量增幅约为 45%/30%/15%，则销量分别为 211/274/315 万樘。单价方面，从历史来看，零售和工程渠道产品单价整体呈现提升的趋势，同时也会随钢价有所波动，考虑到 22-23 年钢价有所下跌，我们假设 23-25 年钢质安全门单价同比增长-1%/0%/+2%。

成本方面，我们假设 23-25 年钢质安全门单位成本同比-7.1%/-1.8%/+3.1%。拆分来看，①直接材料占比最高，达到 65%左右，直接材料中又以钢材为主，我们假设其波动存在周期性，单位直接材料成本 23-25 年同比-5%/0%/+5%；②直接人工，随着智能工厂项目产能利用率提升，将对人工成本有一定节省，假设单位直接人工 23-25 年每年同比-3%；③制造费用，主要包括生产管理人员薪酬、房屋租赁、折旧摊销费等固定成本、物料消耗、水电燃料费、运费及装卸费等变动成本，其中对公司毛利率影响较大的主要为固定成本（尤其是折旧摊销），公司未披露固定和变动成本的比例，为简化计算，我们假设制造费用每年增长 3%，再加上新工厂转固带来的折旧，由于公司长恬和蓬溪工厂已经在 21-22 年基本完成转固，未来三年几乎没有新增的折旧，同时销量快速增长，带来单位制造费用的快速下降，计算得到单位制造费用 23-25 年同比-28.5%/-20.8%/-10.4%；④安装成本，假设单位安装成本每年增长 10%。

盈利预测：预计 23-25 年公司分别实现营业收入 30.38/38.40/44.57 亿元，同比增长 37.92%/26.39%/16.07%；实现归母净利润 1.97/2.99/3.37 亿元。

区别于市场的观点

市场认为房地产处于下行周期，下游需求承压，公司业绩难以持续增长。

我们认为，1) 随保交楼等利好政策稳步推进，23-24 年为地产竣工大年，将有效拉动需求，长期看房地产市场有望企稳，且存量房翻修将对零售市场需求形成有力支撑。2) 安全门行业集中度低，经过近两年的钢价上涨、地产下行，中小企业加速出清；同时，随着公司智能工厂产能逐步释放，公司成本优势将进一步凸显，中小企业竞争力进一步下降，公司作为龙头企业将获得更大的市场份额。3) 公司作为当前安全门行业唯一的 A 股上市企业，未来有望在具备融资优势前提下突破产能瓶颈，凭借品牌影响力及渠道优势积极拓展业务，且智能工厂投产凸显制造优势，盈利能力有望逐步提升。

股价上涨催化剂

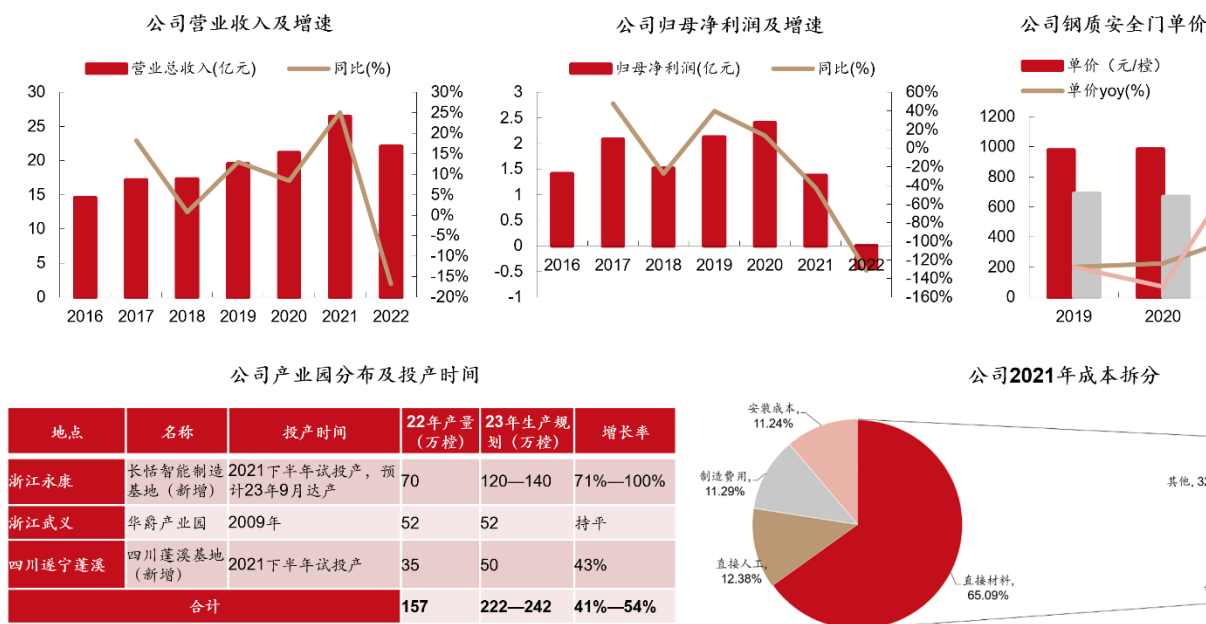
地产竣工复苏、智能工厂产能释放、智能门锁加速渗透。

估值与目标价

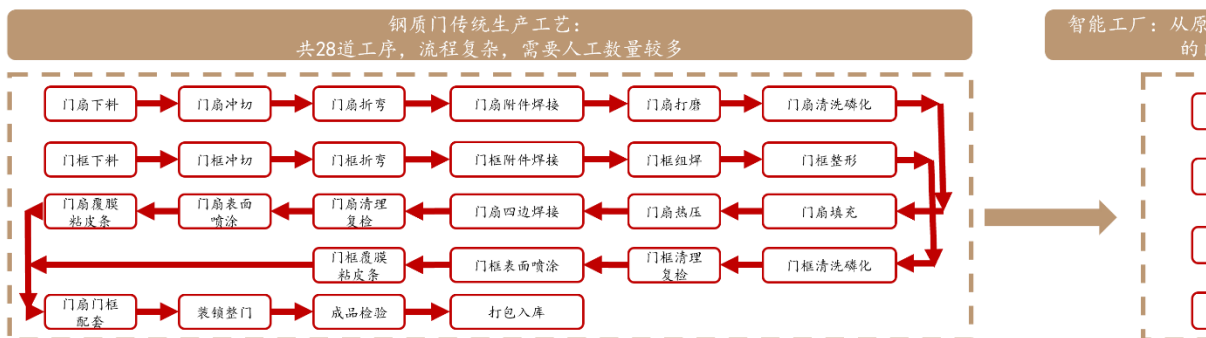
我们预计 23-25 年公司实现归母净利润 1.97/2.99/3.37 亿元，对应 EPS 0.45/0.67/0.76 元。公司作为当前安全门行业唯一 A 股上市企业，未来有望在融资优势帮助下突破产能瓶颈，凭借制造优势、渠道优势、品牌优势持续提高市占率，给予公司 23 年目标 PE 23 倍，对应目标股价 10.24 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

王力安防核心指标概览

图 1：王力安防核心指标概览图



公司智能工厂将原本繁杂离散的生产工艺整合为集成生产单元



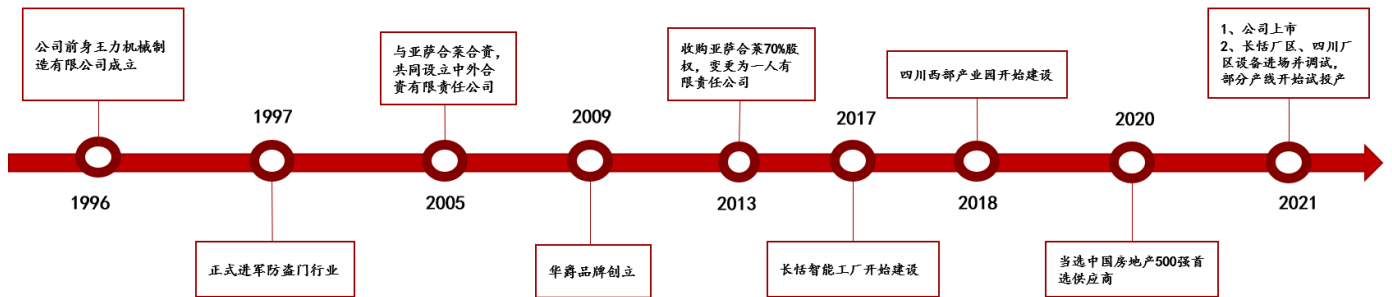
资料来源：公司官网，公司财报，王力安防招股说明书，西部证券研发中心

一、国内安全门领军企业，产品力推动营收稳步提升

1.1 深耕安全门领域，打造行业首家“未来工厂”

安全门首家上市公司，深耕门、锁行业二十余年。公司1996年创立，1997年进军防盗门行业，此后多次获得国家发明专利，成为国家标准与公安部标准制定单位；2005年，公司与全球知名智能锁供应商亚萨合莱合资建立公司；2009年，创立华爵品牌，主打高端市场；2011年，创立能诚品牌，产品风格时尚、性价比高，能诚自动化厂区正式投产；2016年公司产品被采用为杭州G20峰会安保用门；2017年，长恬智能制造基地开工建设；2018年，四川西部产业园开工建设；2021年，公司在上交所主板上市，公司长恬、四川厂区部分产线试生产，公司进入智能制造时代。公司长恬智能制造基地荣获行业首家“未来工厂”称号，打造智能制造+智能网联+绿色制造的“未来工厂”。

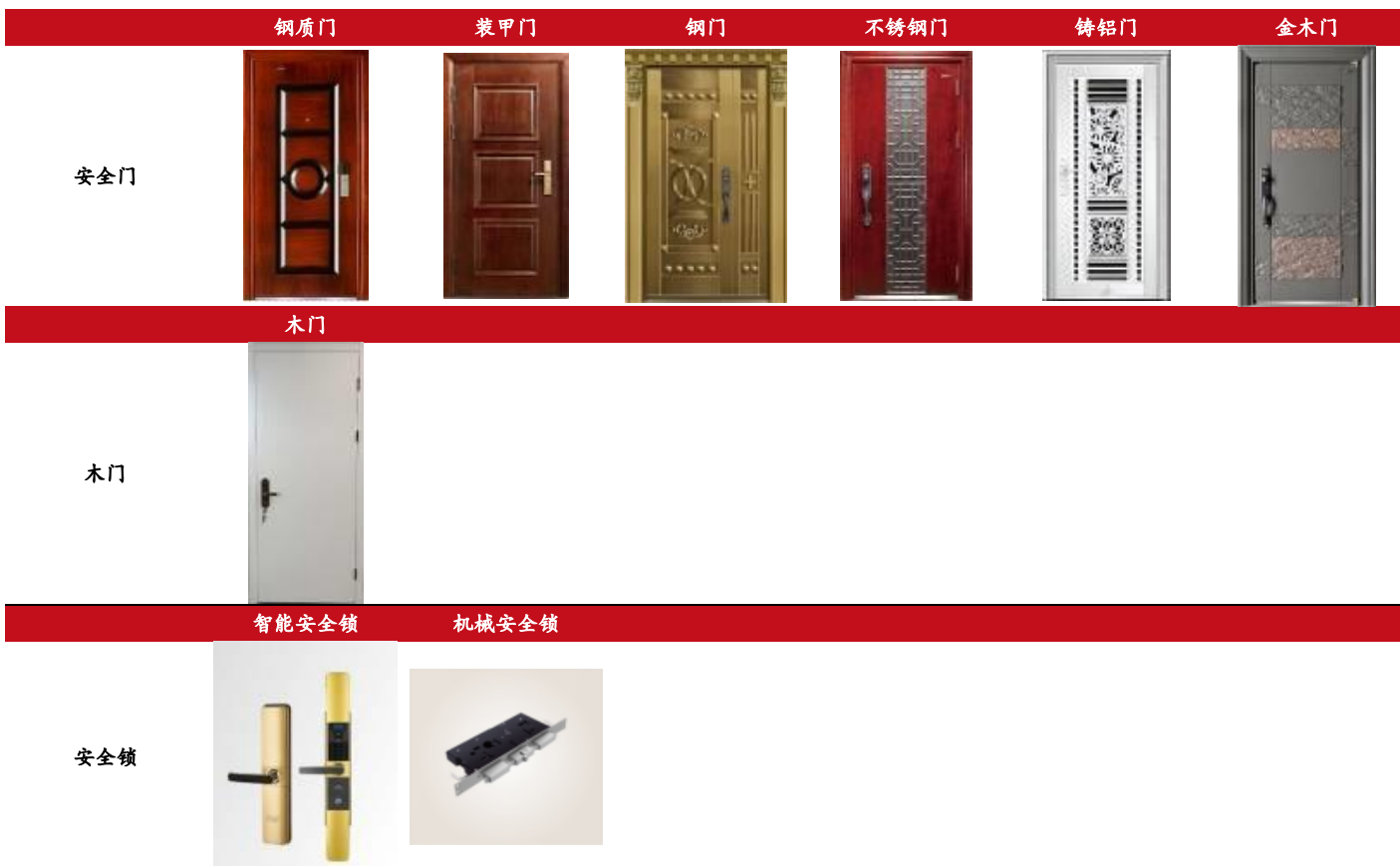
图2：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司财报，王力安防招股说明书，西部证券研发中心

专注明、锁产品研发，工程、经销渠道完善。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，是集科研、设计、开发、制造、销售、服务于一体的门、锁业企业。通过十余年的发展和积累，公司拥有国内先进的门、锁生产线和完善的营销服务体系；根据不同的客户分类和市场定位，公司推出不同系列、不同风格的产品，以优质的产品质量建立品牌声誉，并与碧桂园、龙湖、保利、万科、金地等国内知名房地产企业建立良好的战略合作关系。

表 1: 公司主要产品

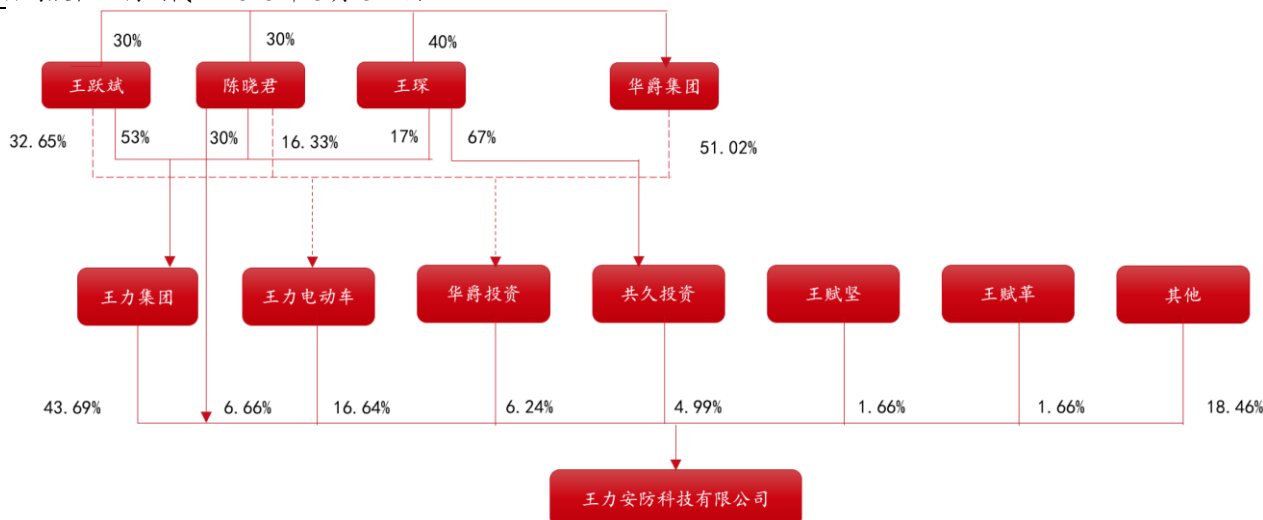


资料来源: 王力安防招股书, 西部证券研发中心

1.2 公司股权集中, 管理团队稳定

公司股权集中, 管理团队稳定。公司控股股东为王力集团有限公司, 实际控制人为王跃斌及其妻女陈晓君和王琛, 王跃斌、陈晓君和王琛控制的王力集团持有公司 43.69% 的股权, 王跃斌、陈晓君和王琛控制的王力电动车持有公司 16.64% 的股权, 王跃斌、陈晓君和王琛控制的华爵投资持有公司 6.24% 的股权, 王琛控制的共久投资持有公司 5.00% 的股权; 三人直接及间接持股比例合计超过 80%, 股权较为集中。员工持股平台共久投资持股 5.00%, 深度绑定中高层管理团队利益。此外, 公司管理团队稳定, 团队经验丰富。

图 3: 公司股权结构 (截止 2023 年 3 月 31 日)



资料来源: Wind, 天眼查, 西部证券研发中心

7 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

表 2：公司部分管理层履历

姓名	性别	年龄	职务	工作经历
王跃斌	男	56	董事长、总经理	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。
胡迎江	男	57	董事	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。
王琛	女	29	董事	王跃斌先生之女，现任公司董事、副总经理。
应敏	女	57	董事	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	女	35	副总经理	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。
王顺达	男	45	副总经理	曾担任王力机械厂长；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。
李琼杏	女	43	副总经理	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	男	42	副总经理	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。
陈俐	女	41	财务总监	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	男	33	副总经理、董秘	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。现任公司副总经理，董事会秘书。

资料来源：王力安防招股书，西部证券研发中心

1.3 门锁双轮驱动，产品力拉动营收提升

公司营收稳步增长，近两年受房地产市场调整、钢价影响，利润承压。公司门锁业务双轮驱动营收增长，16-22年营业收入分别为14.5/17.2/17.3/21.1/26.5/22亿，6年CAGR为7.2%；分别实现归母净利润1.4/2.1/1.5/2.1/2.4/1.4/-0.4亿元。受房地产下行、公司计提部分坏账准备、原材料价格上涨影响，公司22年业绩承压，收入和利润均下滑。

图 4：2016-2022 营业收入及增速

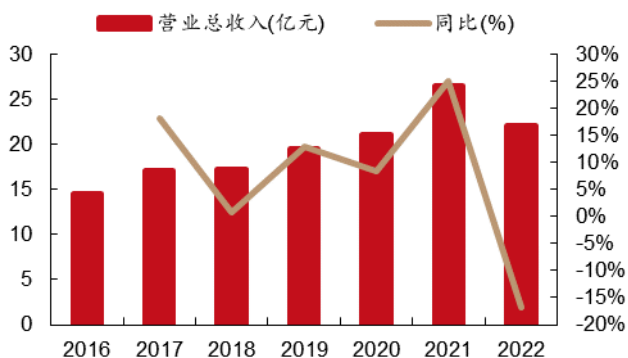
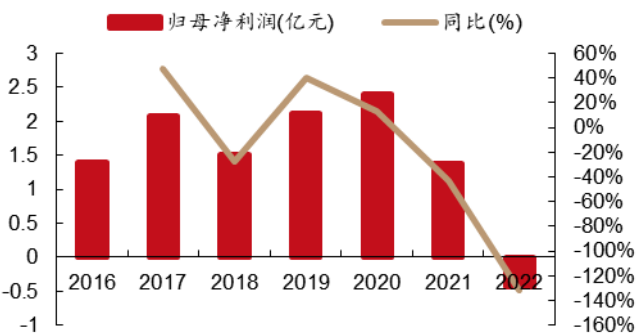


图 5：2016-2022 归母净利润及增速

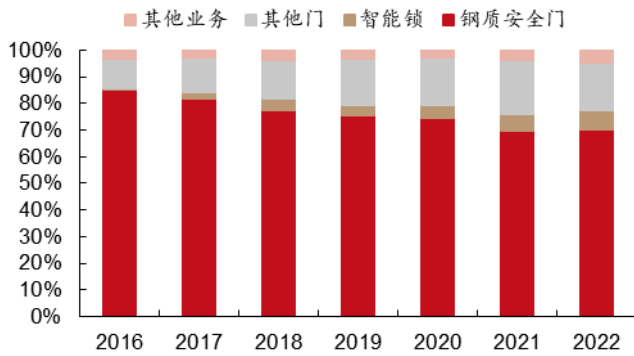


资料来源：Wind，西部证券研发中心

资料来源：Wind，西部证券研发中心

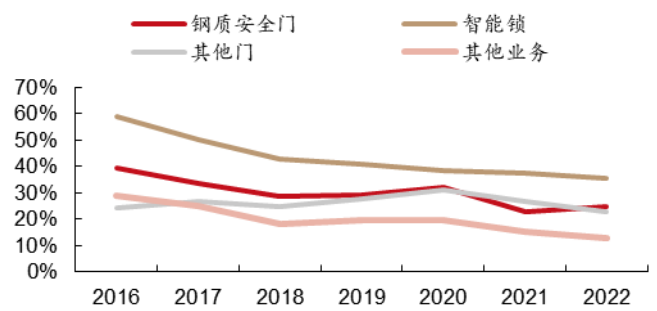
门类产品收入占比稳定在90%以上，毛利率较高的智能锁占比稳步提升。从占比来看，公司门类产品收入占比稳定在90%以上。智能锁、其他门类占比逐渐提升，智能锁占比从16年的0.3%提升至22年的6.9%，其他门类占比则从11.5%提升至18.0%。从毛利率来看，智能锁毛利率较高，其他门类毛利率有所提升。受行业竞争激烈、原材料价格上涨影响，2016-2021钢质安全门毛利率由39.6%下降至24.6%，智能锁毛利率由58.8%下降至35.8%；随着规模效应释放，其他门类毛利率由16年的24.4%逐步提升至21年的26.8%，但受到竞争激烈、需求下行影响，22年又下降至22.7%。

图 6：2016-2022 主营产品收入结构



资料来源：wind，西部证券研发中心

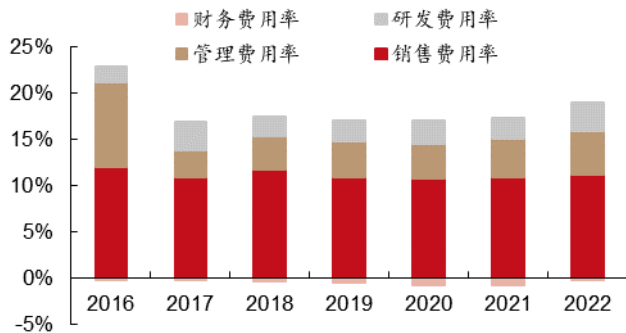
图 7：2016-2022 主营产品毛利率变动(%)



资料来源：wind，西部证券研发中心

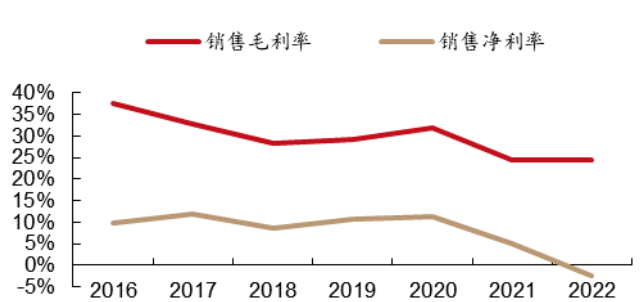
期间费用率控制得当，盈利能力受原材料价格影响短期承压。16-22 年期间费用率分别为 22.8%/16.8%/17.1%/16.6%/16.4%/16.5%/19.0%，22 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.2%/4.7%/3.1%/-0.01%，主要是营收规模下滑而固定费用仍然存在导致费用率提升。16-22 年销售毛利率分别为 37.6%/32.9%/28.5%/29.2%/31.8%/24.5%/24.5%，毛利率有所下滑，一方面由于行业集中度不高，竞争激烈，行业整体毛利率水平承压；另一方面，近期钢价显著上涨，毛利率受到影响。16-22 年销售净利率为 9.7%/11.9%/8.6%/10.8%/11.3%/5.2%/-2.3%。

图 8：2013-2022 各项费用率(%)



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 9：2013-2022 销售毛利率(%)和销售净利率(%)



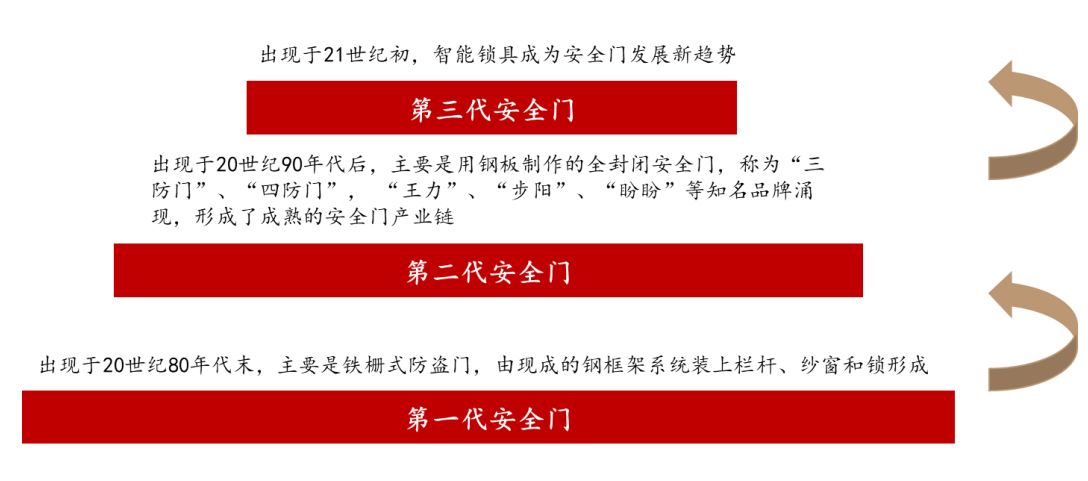
资料来源：wind，西部证券研发中心

二、安全门稳步扩容，智能锁增速亮眼

2.1 安全门：消费升级助力市场稳步扩容，产能出清优化竞争格局

国内安全门发展四十余年，由铁栅栏步入智能锁时代。中国第一代安全门出现于 20 世纪 80 年代末，主要是铁栅式防盗门，由现成的钢框架系统装上栏杆、纱窗和锁形成，安防功能参差不齐。20 世纪 90 年代开始出现全封闭安全门，因其结合了防盗、保温、隔声、防火、防尘等功能而被称为“三防门”、“四防门”，王力、盼盼、步阳等知名品牌涌现，形成了成熟的安全门产业链。21 世纪以来，智能锁安全门快速发展，住宅安防逐渐趋于信息化、智能化。

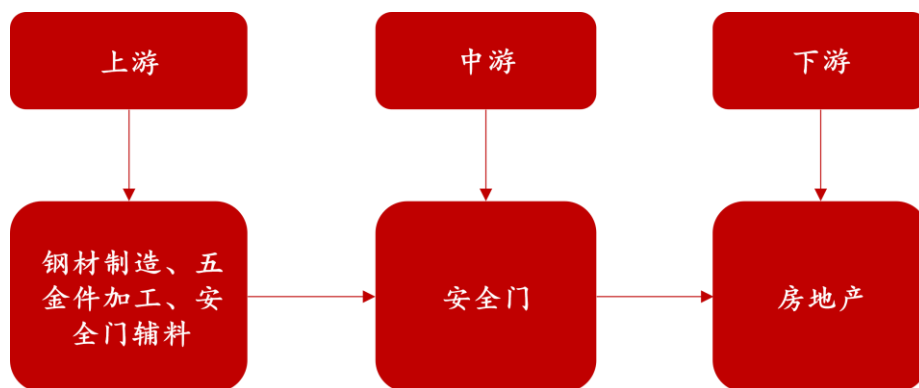
图 10: 国内安全门发展历程



资料来源：王力安防招股书，西部证券研发中心

安全门产业链上游为钢材制造、五金加工制造业，下游主要为房地产开发企业。安全门的生产原材料主要包括用于生产门板的钢材、安全门五金配件和其他辅料。钢铁制造业为我国传统制造业，也是国家最重要的原材料工业之一；安全门五金配件包括锁具、门把手和铰链等，产业带主要集中在浙江永康。安全门行业下游主要是房地产的需求，其渠道可分为工程和零售渠道，工程主要面向精装修房企，零售主要面向有装修需求的个人消费者。

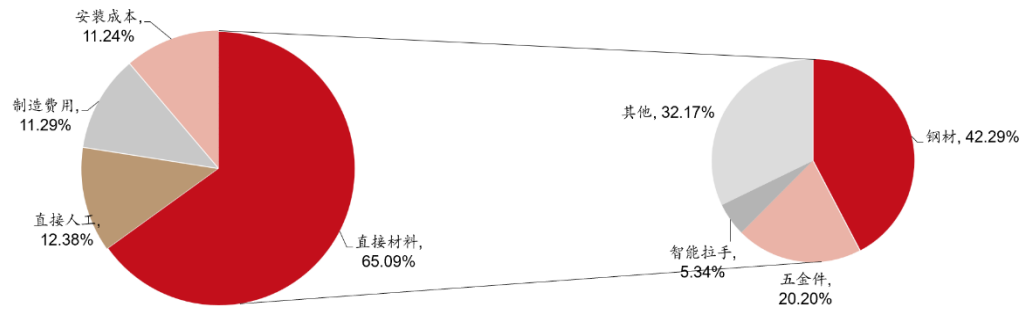
图 11: 安全门产业链



资料来源：王力安防招股书，西部证券研发中心

钢价对安全门生产企业的毛利率有较大的影响。安全门的成本和原材料钢材等价格联系紧密，以王力安防为例，钢材及五金件占直接材料比重超 60%，钢价是影响其盈利水平的关键因素。复盘公司毛利率和钢价的变动趋势，不难发现其毛利率与钢价呈现明显的负相关性，并且毛利率的变动相比钢价变动有一定的滞后性，这主要是由于公司在签订工程合同时，签订的价格通常会参考当下的钢价，而后续钢价的变动会造成其毛利率上升或者下降。

图 12：2021 年王力安防直接材料成本占比



资料来源：王力安防招股书，西部证券研发中心

图 13：2021 年公司门类产品毛利率相对于钢价的敏感性分析

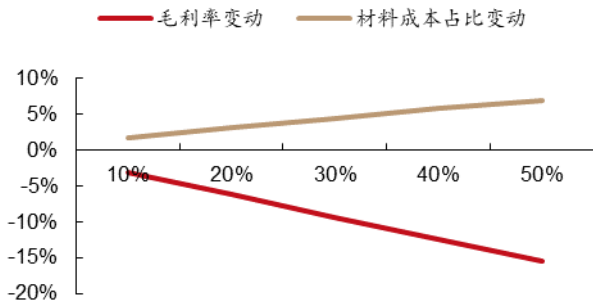
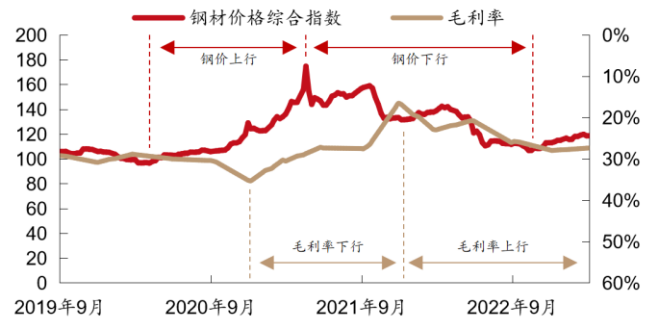


图 14：钢材价格（左轴）与公司毛利率（右轴，倒序）变动趋势



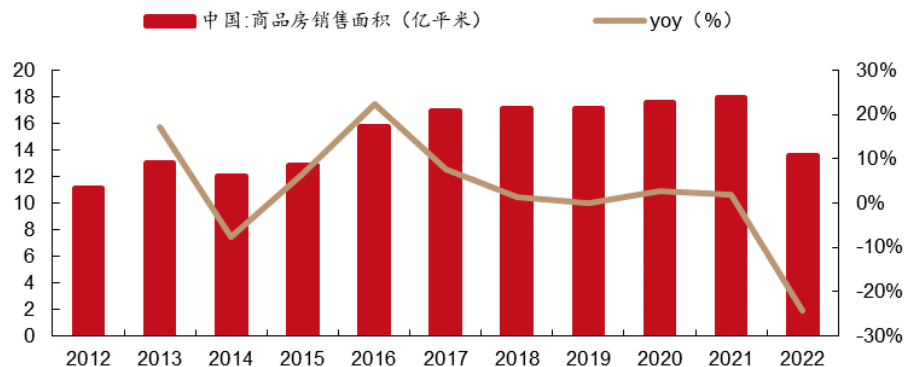
资料来源：《王力安防关于上海证券交易所对公司 2021 年年度报告的信息披露监管工作函的回复公告》，西部证券研发中心

资料来源：wind，西部证券研发中心。注：数据截至 2023/3/31。

2.1.1 需求端：短期看地产竣工修复，长期看存量房翻新支撑需求

短期看新房竣工及销售有望修复，长期看存量房翻新需求逐步释放对需求形成支撑。安全门已成为城市住宅标准配置，住宅竣工和存量房翻修为安全门需求的主要驱动力。从 2017 年开始，我国商品房销售面积增速放缓，2022 年受房地产行业下行、疫情等多重因素影响，商品房销售面积大幅下滑。展望未来，1) 新房销售及竣工有望修复：随着地政策宽松调控，“保交楼”稳步推进，新房销售及竣工有望修复；2) 存量房翻新需求逐步释放：通常房屋翻新周期为 10-15 年，随着时间推移，房地产高速增长时期的房屋翻修需求将逐步释放，未来存量房翻新将为家居行业创造持续性需求。

图 15：2012-2022 年中国商品房销售面积



资料来源：wind，西部证券研发中心

据我们测算，2022年预计我国住宅安全门行业总需求为1756万樘，市场规模为229亿元；在保交楼拉动下，23-24年的需求有所增长，需求量分别为1884/1892万樘，市场规模为254/271亿元，同比增长11.13%/6.84%。

关键假设如下：

- 1) 假设住宅商品房均在竣工时配置安全门，100平方米为1户，配套1樘入户安全门。据国家统计局披露，2022年我国住宅竣工面积6.25亿平方米（占房屋竣工面积的73%，我们假设2023-2025年这一占比不变），预计2022年我国住宅实际竣工面积为12.25亿平方米（依据我们于2022年11月发布的《2023年非金属建材行业消费建材板块年度策略报告》）。假设保交楼政策推动下，交付情况逐年向好，2023-2024年按期竣工率修复至80%、85%（但未考虑往年逾期住宅交付情况），则2023-2024年我国住宅实际竣工面积为13.02、12.26亿平方米；
- 2) 假设住宅翻修周期为15年，以交付时间开始计算；当年交付新房=（T-2）期房销售面积*50%+（T-1）期房销售面积*50%+T现房销售面积；
- 3) 假设安全门工程均价为1000元/樘（据公司招股书，王力2020年上半年主要工程业务客户安全门销售均价约1074元/樘），零售均价为2000元/樘（天猫/京东销量最高的入户安全门价格分别为2780/2569元，考虑到经销零售渠道为销售渠道之一，出厂价与零售价格有差异，我们假设零售出厂均价为2000元），每年均价增长3%。

表3：住宅安全门市场规模测算（出厂口径）

	2022	2023E	2024E
实际竣工面积（亿平米）	12.25	13.02	12.26
假设		翻修周期15年；	
		当年交付新房=（T-2）期房销售面积*50%+（T-1）期房销售面积*50%+T现房销售面积	
翻修需求面积（亿平米）	5.31	5.82	6.66
假设		100平方米为1户，配套1樘安全门	
工程安全门需求量（万樘）	1225	1302	1226
工程安全门均价（元/樘）	1000	1030	1061
工程安全门市场规模（亿元）	122.50	134.11	130.07
同比		9.47%	-3.01%
零售安全门需求量（万樘）	530.67	582.43	666.37
安全门均价（元/樘）	2000	2060	2122
零售安全门市场规模（亿元）	106.13	119.98	141.39
同比		13.05%	17.84%
合计安全门市场规模（亿元）	228.63	254.09	271.46
同比		11.13%	6.84%

资料来源：wind，国家统计局，公司财报，西部证券研发中心

2.1.2 供给端：集中度较低，行业承压加速产能出清，竞争格局逐步优化

安全门行业较为分散，中小企业众多，且市场集聚效应明显。一般来说，无论是毛坯房还是精装房，地产商都会配备安全门，因此安全门企业普遍工程渠道占比较高。零售渠道主要是二手房装修的需求，近几年也有提升的趋势。从竞争格局来看，安全门行业较为分散，国内有数千家安全门生产企业，除王力、步阳等部分知名品牌外，主要为地方性小厂。安全门行业集聚效应明显，全国十大防盗门品牌有9家在永康（永康、武义、缙云）五金产业集群、7家在永康，据永康市人民政府数据，永康安全门产量占全国市场的70%。

行业集中度较低，头部企业优势将逐步扩大。据《2022中国房地产开发企业500强首选供应商服务品牌报告》，钢制入户门品类中TOP1品牌首选率为17%，与其他消费建材品类相比（管件管材、防水材料为30%），工程端安全门集中度仍较低，未来有望提升。

图 16：2022 钢制入户门品牌首选率

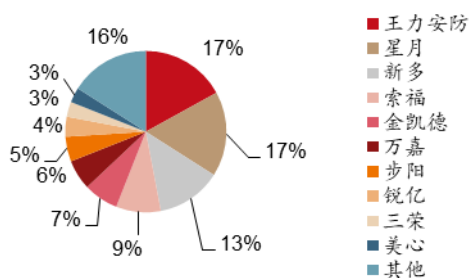
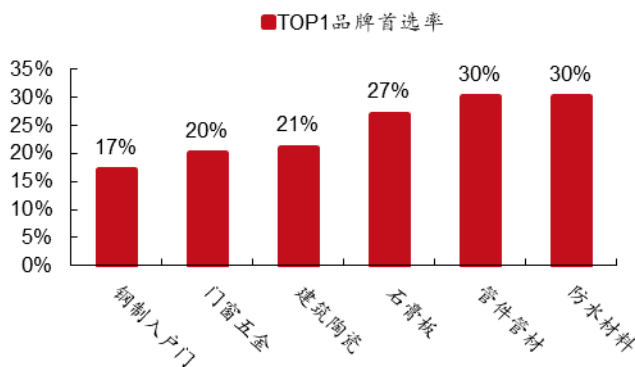


图 17：消费建材品类 TOP1 品牌首选率对比



资料来源：中国房地产业协会，西部证券研发中心

资料来源：中国房地产业协会，西部证券研发中心

地产竣工销售下滑叠加钢价高企，行业承压有望加速产能出清。22 年我国房地产住宅竣工和销售数均有所下滑，国内住宅竣工面积 6.25 亿平方米，同比-14.3%；住宅销售面积 11.46 亿平方米，同比-26.8%。钢价方面，20 年中-21 年中钢价高涨，21 年 5 月钢材综合价格指数增至历史高点 175 点，同比增长 77.06%，随后开始有所下降，对于安全门企业来说，20-22 年面临较大的成本压力。地产竣工销售下滑叠加钢价高企，行业承压背景下中小产能或将加速出清，退出竞争。未来随着钢价进入下行通道和竣工市场回暖，头部企业优势将进一步扩大，行业格局有望优化。

图 18：2012-2022 住宅竣工面积（万平方米）及同比

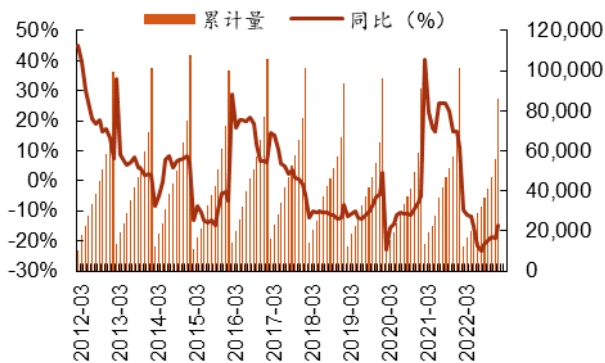
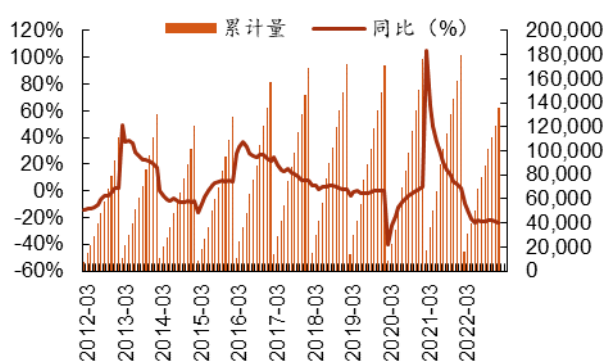


图 19：2012-2022 住宅销售面积（万平方米）及同比



资料来源：Wind，西部证券研发中心

资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 20: 钢材综合价格指数变动趋势

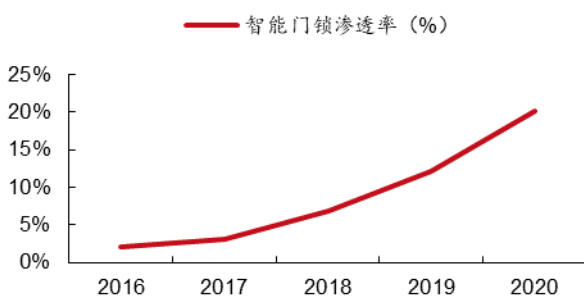


资料来源: Wind, 西部证券研发中心 (注: 1994年4月=100, 图中数据截至2023/5/19)

2.2 智能锁: 智能门锁加速渗透, 行业飞速发展

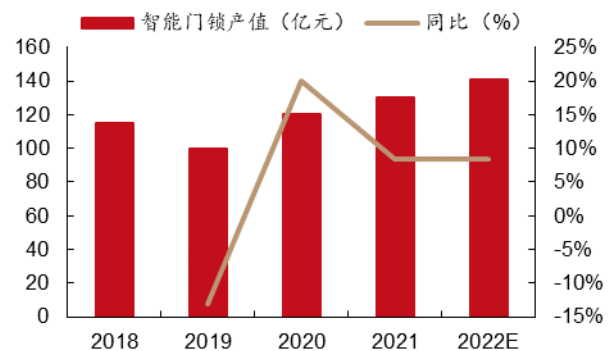
智能门锁加速渗透, 市场规模快速增长。智能锁是在传统机械锁的基础上改进后的电子锁具, 在用户识别、安全性、管理性等方面更加智能化、简便化, 是锁具行业发展速度最快的细分领域之一。随居民收入水平提高、安全意识增强、科学技术发展, 家居行业逐渐向个性化、信息化发展, 智能锁成为安全门锁市场新潮流。据中商情报网, 2016-2020年我国智能锁渗透率由3%提升至20.2%, 呈快速增长趋势。但与日韩80%及欧美60%的普及率相比, 仍处于行业发展初期, 增长空间广阔。门锁渗透率提升带动市场快速增长。21年我国智能门锁产值130亿元, 预计22年达141亿元。

图 21: 2016-2022 年中国智能门锁渗透率



资料来源: 中商情报网, 西部证券研发中心

图 22: 2018-2022 年中国智能门锁产值



资料来源: 中商情报网, 西部证券研发中心

在疫情及地产下行的背景下, 智能锁行业仍保持高速增长。据奥维云网 (AVC) 数据显示, 2022年中国家用智能门锁线上市场销量为537.8万套, 同比增长17.4%; 销额为68.3亿元, 同比下降3.4%; 均价为1270元, 同比下降17.7%。

行业集中度较高, 但其快速发展吸引了大量新进入者, 集中度有下降趋势。目前智能锁零售头部品牌主要有小米、德施曼、凯迪仕等等, 智能锁行业增速快、潜在空间大, 吸引了较多企业新进入该行业, 如华为于2022年上半年切入, 在销售不足一年的时间内, 凭借3款机型, 一举冲入2022年智能门锁线上市场销额TOP10。据奥维云网 (AVC) 数据显示, 22年线上零售销量/销售额CR3分别为43.7%/53.5%, 同比下降6.5pct/5.1pct; 22年线上零售销量/销售额CR10分别为67.1%/73.3%, 同比下降

2.8pct/1.0pct。

图 23：2022 年中国智能门锁线上市场销量、销售额结构



资料来源：奥维云网，《2022年中国家用智能门锁线上市场总结报告》，西部证券研发中心

三、产品力构筑品牌护城河，智能工厂巩固竞争优势

3.1 门锁一体化生产，安全锁技术优势突出

公司拥有完善的产品战略及研发体系，自主研发核心技术。公司自研锁具均为自弹锁体，关门自动上锁，无需上提把手或插钥匙上锁，锁体都有间隙补偿功能，使安全门有较强的隔音和保温效果。自主研发的防技开抗暴力强扭超 C 级锁头，锁芯外壳全金属包裹，特能和特防锁芯采用屏蔽式结构，防止非本钥匙开启、技术性开启和暴力开启，防技术开启时间是国家 A 级标准的 360 倍。公司拥有较完善的研发体系，专注于安全门、防盗锁领域新技术的研究，跟踪探索行业前沿发展技术，截止 2022 末，公司获得国家专利 300 多项，其中发明专利 60 多项。

表 4：公司核心技术

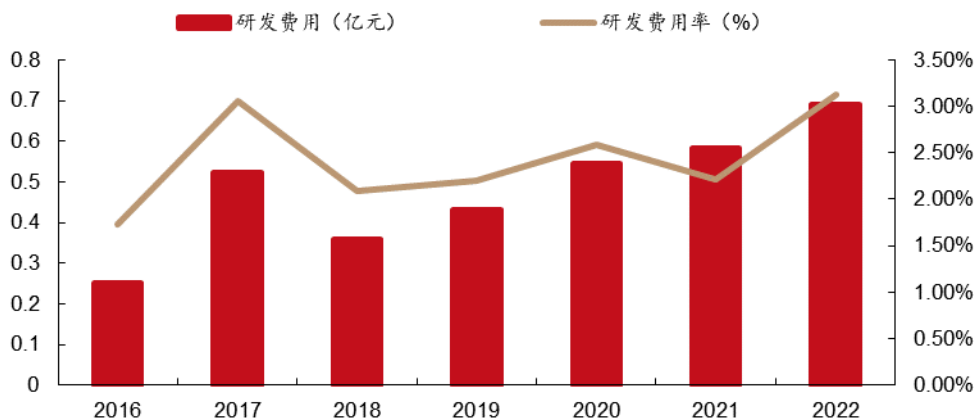
序号	名称	所处阶段	技术特点
1	特能防盗锁	批量生产	可以关门自动反锁，机械式智能上锁，门缝自动调节，滚动式低摩擦，具有防撬式结构
2	特防防盗锁	批量生产	除了具备特能防盗锁的主要特点外，主要构件采用不锈钢，相比之下强度更高，产品更美观耐用
3	特能防盗锁芯	批量生产	为圆柱体结构、不锈钢外套加防护套结构防暴力开锁。弹子采用立体式分布，钥匙孔采用异形结构配上异形弹子、真假弹子，并配以闭门弹子防技术开锁，采用特殊材质的防钻结构设计
4	特防防盗锁芯	批量生产	圆柱体结构、不锈钢外套加防护套结构防暴力开锁。弹子采用立体式交叉分布，钥匙孔采用异形结构配上异形弹子、真假弹子，并配以闭门弹子防技术开锁，采用特殊材质的防钻结构设计，锁孔孔径更小，安全性能比特能防盗锁芯更强
5	安全物联网智能锁	批量生产	新一代智能锁，三防分立更安全，自动反锁更便捷，高安全加密，远程操控，可联动智能家居
6	自动开门系统	小批量生产	采用超薄设计、隐藏式结构、过载缓冲装置、遇阻反转机制、生物智能识别
7	自动开窗系统	产品试制中	采用隐藏式结构、可调节的过载保护结构、隐藏式手势感应控制
8	金木贴面技术	批量生产	门面表面通过特殊的胶层粘贴薄木，薄木表面涂有腊油层
9	智能系统云平台	平台运行中	智能系统云平台采用微服务架构，接口化设计，基于 OpenResty 和 Netty 开发，采用 Redis 作为缓存服务器，服务之间的通讯使用消息队列中间件 NSQ 来完成，开发和部署的环境 Docker 镜像处理，具有高可用、高效率、高安全、高伸缩等特点

资料来源：王力安防招股书，西部证券研发中心

产学研融合推动产能扩张，研发投入不断增长。公司设立了王力研究院，在德国、深圳、杭州成立子公司和分公司，吸引高端研发人才，提升研发能力，保持技术领先优势。此外，公司还与华为、阿里巴巴、富士康等世界知名企业，和北京大学、武汉大学、浙江大学等国内高等学府合作，将产学研融合，共同追求智能管理、智能制造、智能产品等

“三智发展”，持续推动产能扩张，提高盈利水平。公司研发费用基本呈上升趋势，由2016年的0.25亿元增长至2022年0.69亿元，研发费用率从2016年的1.73%增长至2022年的3.12%。

图 24：2016-2022 研发费用及研发费用率

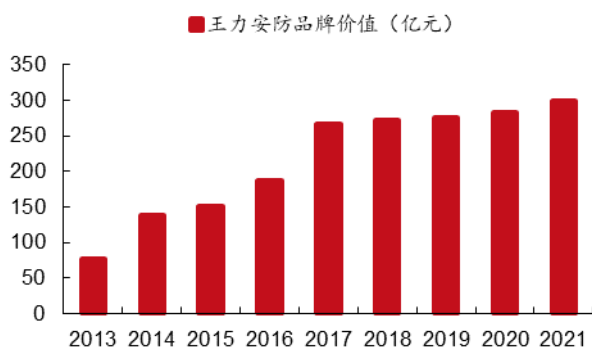


资料来源：Wind，西部证券研发中心

3.2 品牌价值行业领先，品牌力获取客户信任

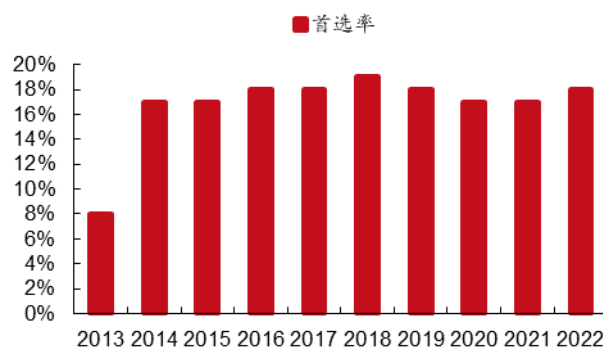
品牌价值行业领先，连续 11 年蝉联行业第一。作为安全门锁行业首家上市公司，公司产品优势突出，2022 年品牌价值达 312.81 亿元，连续 11 年蝉联行业第一。公司坚持“科技创新开拓市场、一流质量赢得市场、诚信服务巩固市场”的品牌战略，是行业内唯一获选门、锁国家标准和公安部标准制定单位的企业。公司连续 10 年入选房地产开发企业 500 强门类首选供应商，首选率由 2013 年的 8% 提升至 2022 年的 17%，品牌力持续提升。

图 25：2013-2022 年王力安防品牌价值



资料来源：中国品牌价值研究院，西部证券研发中心

图 26：2013-2022 年地产 500 强王力安防门类产品首选率



资料来源：中国房地产业协会，西部证券研发中心

入驻国家重点项目，品牌力获取客户信任。强力的品牌赋能下，王力安全门成功入驻了人民大会堂、北京大兴国际机场、G20 杭州峰会、杭州亚运会、西昌卫星发射中心、天津全运村、毛主席故居等重点建设项目。因此，公司积累了大量上下游优质资源，获得了房地产商、消费者用户的信任。

图 27: 公司部分工程案例



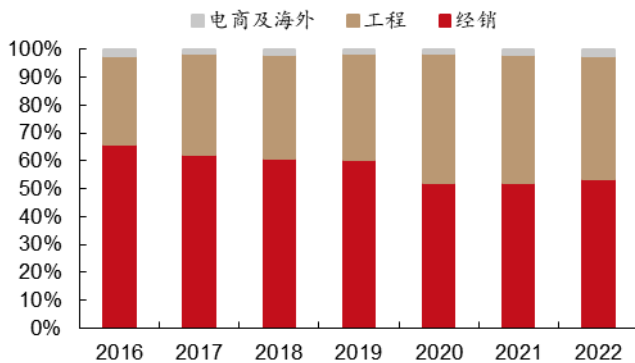
资料来源: 王力安防官网, 西部证券研发中心

3.3 零售、工程渠道优质, 工程渠道占比逐步提升

经销、工程为主要销售渠道, 经销工程 22 年占比提升, 直营工程占比 20 年后稳中有降。公司销售渠道包括经销、直营工程、电商与海外渠道, 其中经销渠道包括 C 端零售, 以及由经销商对接的工程业务, 合作对象多为体量较小的区域性房地产开发商, 22 年经销渠道收入占比 53.5%, 其中经销零售/经销工程分别占比 21.8%/31.7%, 同比变动-0.9/+2.2pct。直营工程渠道营收占比从 20 年后稳中有降, 22 年占比约 44%, 同比-2.4pct。电商及海外渠道约占总营收的 1-2%。

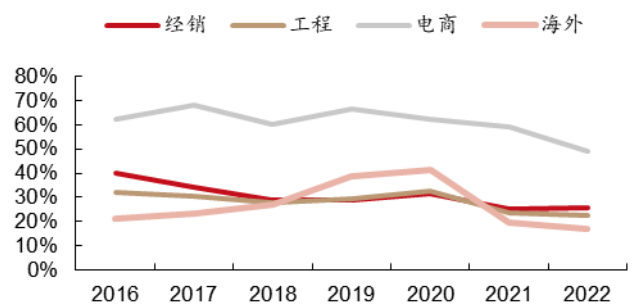
电商渠道毛利率较高, 经销与工程毛利率接近。电商渠道面向零售终端客户、且由公司自营, 产品出厂价接近市场零售价, 因此毛利率较高。工程渠道毛利率略低于经销渠道。

图 28: 2016-2022 各渠道营业收入占比



资料来源: 王力安防招股书, 西部证券研发中心

图 29: 2016-2022 各渠道毛利率

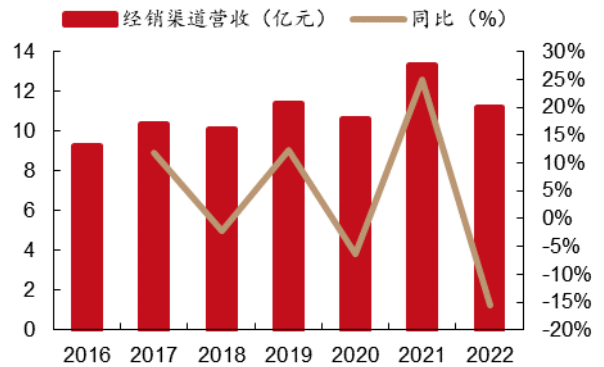
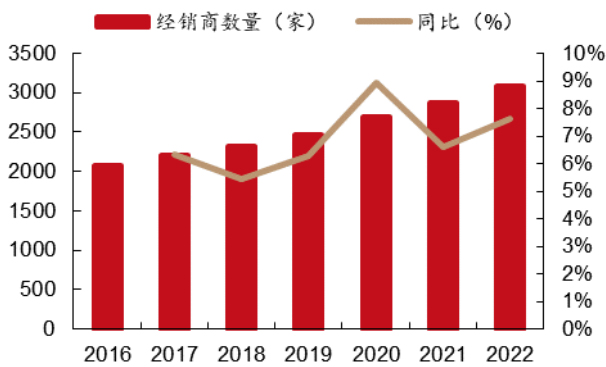


资料来源: 王力安防招股书, 西部证券研发中心

经销商规模逐步扩大, 经销渠道营收持续增长。公司经销商数量持续增长, 服务网点近万家, 目前覆盖全国 31 个省、自治区和直辖市。2022 年末公司经销商数量达 3092 家, 公司严格把控经销商规模, 部分销售规模较小的经销商, 因销量考核不达标或因经济效益较差退出经营。2022 年经销渠道实现营收约 11.23 亿元, 同比-15.6%, 占主营业务收入的 53.5%。经销渠道中, 分为经销零售渠道和经销工程渠道, 22 年占比分别为 21.8%/31.7%。

图 30: 2016-2022 经销商数量

图 31: 2016-2022 经销渠道营收

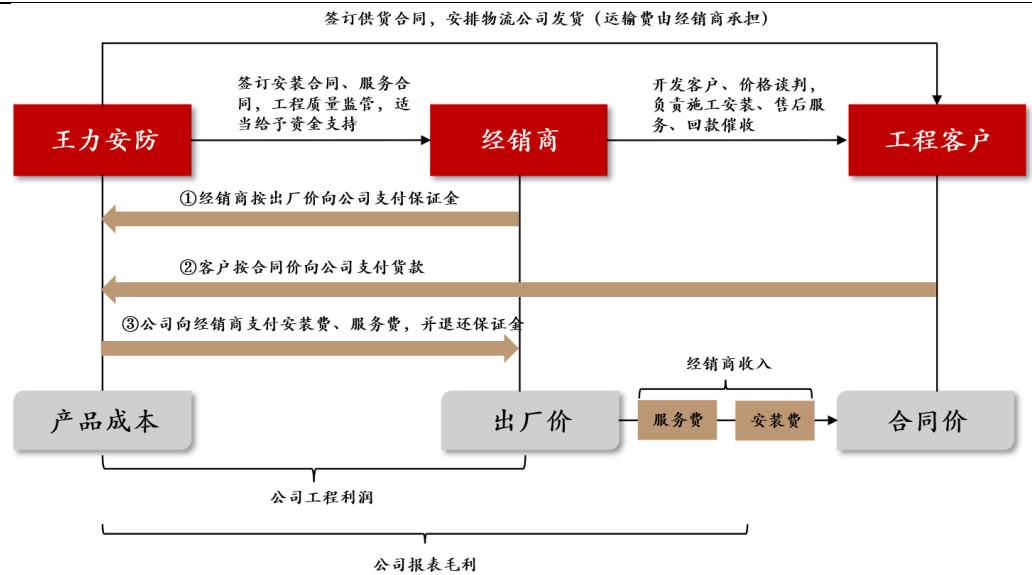


资料来源：王力安防招股书，公司财报，西部证券研发中心

资料来源：王力安防招股书，公司财报，西部证券研发中心

公司业务模式助力渠道健康发展。公司与工程客户签订合同的情况下，无论是与公司签订战略合作协议的战略客户，还是由经销商开发的工程客户，均由经销商提供安装及售后服务，同时负责督促客户办理结算与付款。发货前，一般要求经销商按出厂核定价全额缴纳保证金至公司处，合同价超过出厂价部分为安装成本及销售服务费。当公司从客户处收到项目进度款时，首先解冻经销商缴纳的保证金，在项目安装完成且通过验收后，将安装服务费支付给经销商。在此模式下，公司在项目安装完毕确认工程业务收入的同时计提相关安装服务成本费用。

图 32: 公司、工程客户与经销商的业务关系

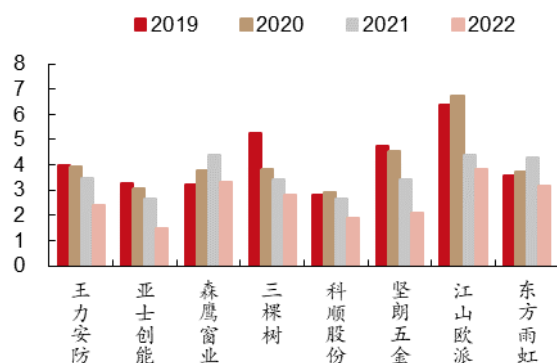
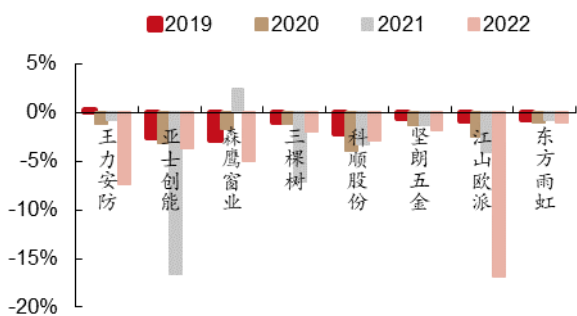


资料来源：王力安防招股书，西部证券研发中心

经销商垫资实现“现款现结”，降低公司坏账风险。公司经销商一定程度上为厂家垫付了资金（发货前的安装服务费和工程保证金），使得原先工程业务较长的账期，一定程度上变成了“现款现结”的模式，帮助公司降低坏账风险。该业务模式决定了公司在应收账款方面的风险敞口低，实际应收账款风险小。公司信用减值损失占营收比例在可比公司中也较低，信用减值损失状况良好。

图 33: 王力安防与可比公司信用减值损失占营业收入比例 (%)

图 34: 王力安防与可比公司应收账款周转率 (次)

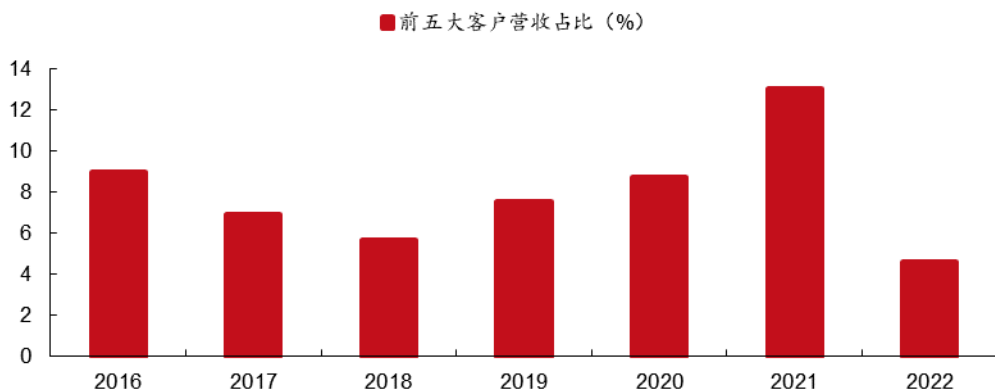


资料来源: Wind, 西部证券研发中心

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

公司客户结构较为分散, 2016-2022 年前五大客户营收占比均低于 15%, 不存在对单一客户的依赖。

图 35: 公司前五大客户营收占比 (%)



资料来源: 王力安防招股书, 公司财报, 西部证券研发中心

四、智能工厂降本增效, 产能利用率爬坡提升盈利能力

4.1 钢质安全门单位成本波动较大, 主要受钢价和转固折旧影响

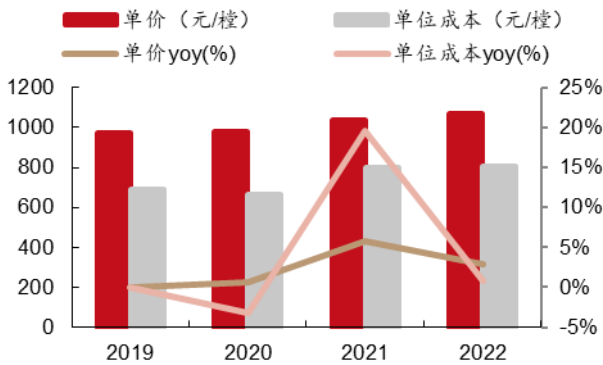
从公司钢质安全门单价和单位成本的变动趋势来看:

1) 单价整体稳步上升: 零售产品的定价整体稳步上涨, 工程产品的价格会参考合同签订时的钢价水平, 而而后续钢价的变动会造成其毛利率上升或者下降。

2) 单位成本波动幅度较大, 受钢价和折旧影响: 2021 年公司钢质安全门单位成本为 799 元, 其中单位直接材料/单位直接人工/单位制造费用/单位安装成本分别为 520/99/90/90 元/樘, 成本占比分别为 65%/12%/11%/11%。从成本结构来看, 1) 占比最大的是直接材料, 而直接材料中主要是钢材 (在直接材料成本中占比 40-45%), 因此钢价的波动将对公司产品单位成本造成较大影响。2) 单位直接人工一般来说较为稳定, 但是随着产能自动化效率提升, 可节省一定的人工成本; 3) 制造费用中主要包含生产管理人员薪酬、房屋租赁、折旧摊销费等固定成本及物料消耗、水电燃料费、运费及装卸费等变动成本, 其中变化较大的一般是折旧摊销部分, 在在建工程转固当年会有大幅提

升，随后逐渐摊薄而单位制造成本下降；4) 单位安装成本，一般来说稳步增长。

图 36: 王力安防钢质安全门单价和单位成本变动趋势



资料来源: 公司财报, 西部证券研发中心

图 37: 王力安防钢质安全门单位成本结构

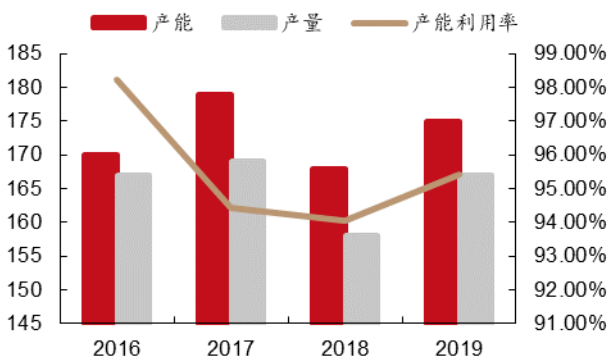
项目	金额 (元/樘)		成本占比 (%)		同比增速 (%)	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021
单价	982	1039	-	-	0.6%	6%
单位成本	668	799	-	-	-3%	20%
直接材料	416	520	62%	65%	-	25%
直接人工	99	99	15%	12%	-	-0.4%
制造费用	71	90	11%	11%	-	27%
安装成本	82	90	12%	11%	-	10%

资料来源: 公司财报, 《王力安防关于上海证券交易所对公司 2021 年年度报告的信息披露监管工作函的回复公告》, 西部证券研发中心
注: 22 年未披露钢质安全门成本结构。

4.2 公司产能扩张打开成长空间，转固影响逐渐摊薄

产能利用率、产销率保持较高水平。公司生产总部设于永康，可充分利用永康上下游配套产业缩减在原材料采购、定制产品、定制化订单交期等方面的成本。公司目前在浙江永康、浙江武义、四川蓬溪有生产基地，年产能超过 150 万樘门，在生产、销售规模在同行业内具有明显优势。据公司招股书，2016-2019（上市前）公司产能利用率保持较高在 90% 以上的较高水平，并且随着规模扩张，公司部分产品采用外协生产，产销率呈现不断提升的趋势。

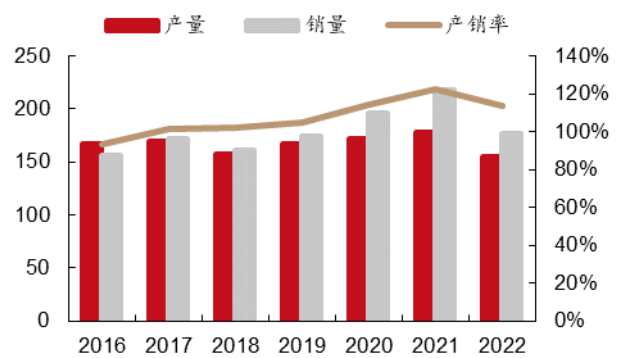
图 38: 公司门类产品产能及产量数据 (万樘)



资料来源: 王力安防招股书, 西部证券研发中心

注: 门类产品包括钢质安全门和其他门; 销量包含公司外购成品门的对外销售数量。

图 39: 公司门类产品产销量 (万樘)



资料来源: 王力安防招股书, 公司财报, 西部证券研发中心

产能扩张打开成长空间，转固影响逐渐摊薄。公司目前在浙江永康、浙江武义、四川蓬溪有 3 个生产基地，其中长恬和蓬溪为新建产能：

1) 长恬厂区为公司 IPO 募投项目，21 年下半年开始试投产，22 年产量约 70 万樘，23 年规划生产 120-140 万樘，产能将逐步释放。募投项目厂房已经在 2021 年 2 月完工转固，部分设备在 2021 年 4 月-12 月陆续转固，并已在生产运行中；公司剩余未转固的设备中除物流项目及门框焊接线项目预计将于 2023 年 9 月完成验收转固，其余设备预计 2022 年 12 月底前均可完成验收并转固。据公司招股书，该项目税后投资回收期 7.64 年

(含建设期)，税后内部收益率 20.8%，项目建成后将新增年销售收入 21.6 亿元，净利润为 2.4 亿元；

2) 蓬溪厂区为公司自筹资金建设，21 年下半年开始试投产，22 年产量约 35 万樘，23 年规划生产 50 万樘，产能将逐步释放；厂房在 21-22 年陆续转固。

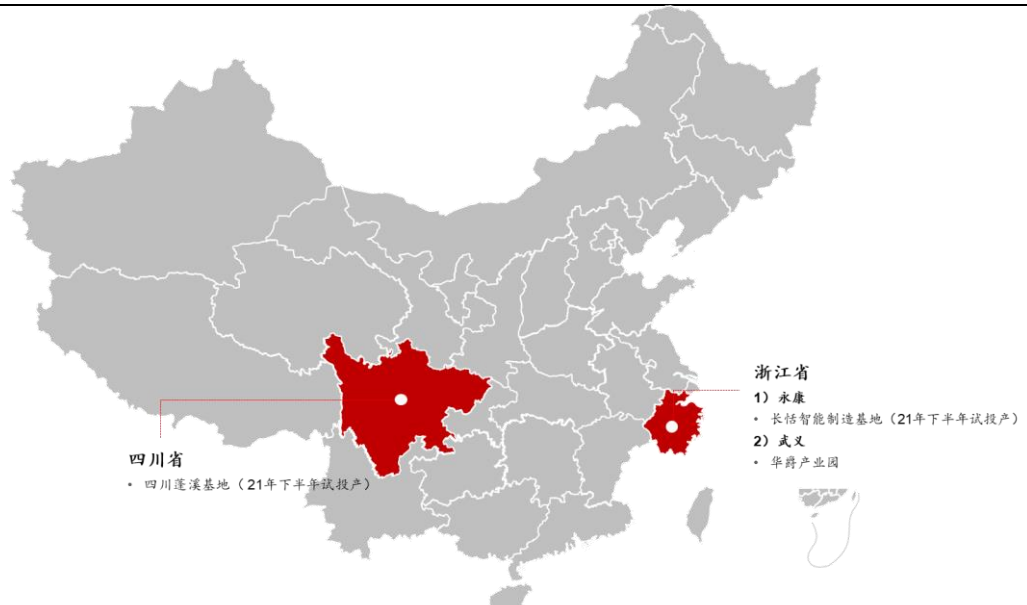
从新产能转固的进度来看，长恬厂区已经在 21 年 2 月完成大部分转固，蓬溪也在 21-22 年完成了大部分转固。从管理费用和制造费用来看，公司 21 年管理费用中的折旧摊销费用同比增加 1363 万元；21 年主营业务成本制造费用同比增加 5999 万元，其中钢质安全门制造费用同比增加 4602 万元。在建工程转固对利润的影响已经在 21 年得到体现，后续随着产能利用率提升，其影响将逐渐摊薄从而提升利润率。

表 5：公司产业园分布及投产时间

地点	名称	投产时间	22 年产量 (万樘)	23 年生产规划 (万樘)	增长率
浙江永康	长恬智能制造基地 (新增)	2021 年下半年试投产，预计 23 年 9 月达产	70	120—140	71%—100%
浙江武义	华爵产业园	2009 年	52	52	持平
四川遂宁蓬溪	四川蓬溪基地 (新增)	2021 年下半年试投产	35	50	43%
合计			157	222—242	41%—54%

资料来源：王力安防招股书，公司财报，公司官网，西部证券研发中心

图 40：公司产能分布图

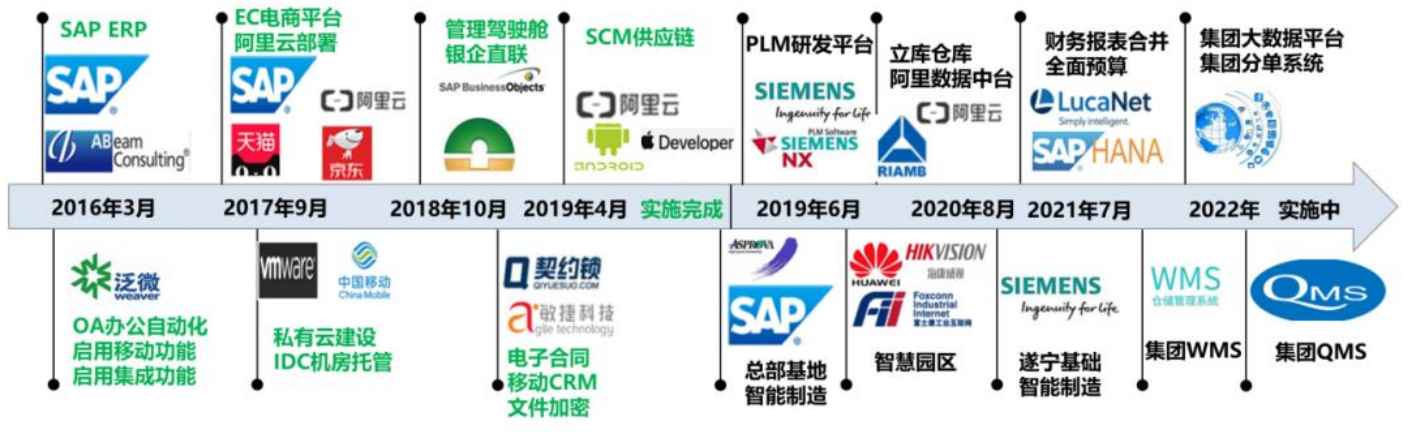


资料来源：王力安防招股书，公司财报，公司官网，西部证券研发中心

4.3 智能管理+智能制造，打造行业领先智能工厂，降本增效

智能管理是智能制造的基础：公司采用智能管理模式，先后实施了 SAP ERP、泛微 OA 系统，并以两个平台为核心，通过 EC、SCM、CRM、MES、APS 等信息化系统的实施，打造智能管理体系。**1) 打通供应商交付信息链路提高沟通效率：**过去，公司通过传统方式与供应商沟通，生产计划链条一致性很差，只能通过纸质表格下单，电话沟通催单，沟通成本高。现在，公司统一升级 EC 管理系统，经销商通过手机 App 随时下单，随时查询订单进度，打通交付信息链路。**2) 智能出图排产提高生产效率：**在生产环节，大部分工厂接到特殊订单就必须专人处理，生产周期大大延长。后来，公司切换至全新平台 PLM 系统，生产模式从“手动出图生产”到“智能出图排产”，订单处理平均时间由 68 小时下降到 12 小时，产品配置的错误率由 4.8% 下降到 0.5%，生产效率大大提升。

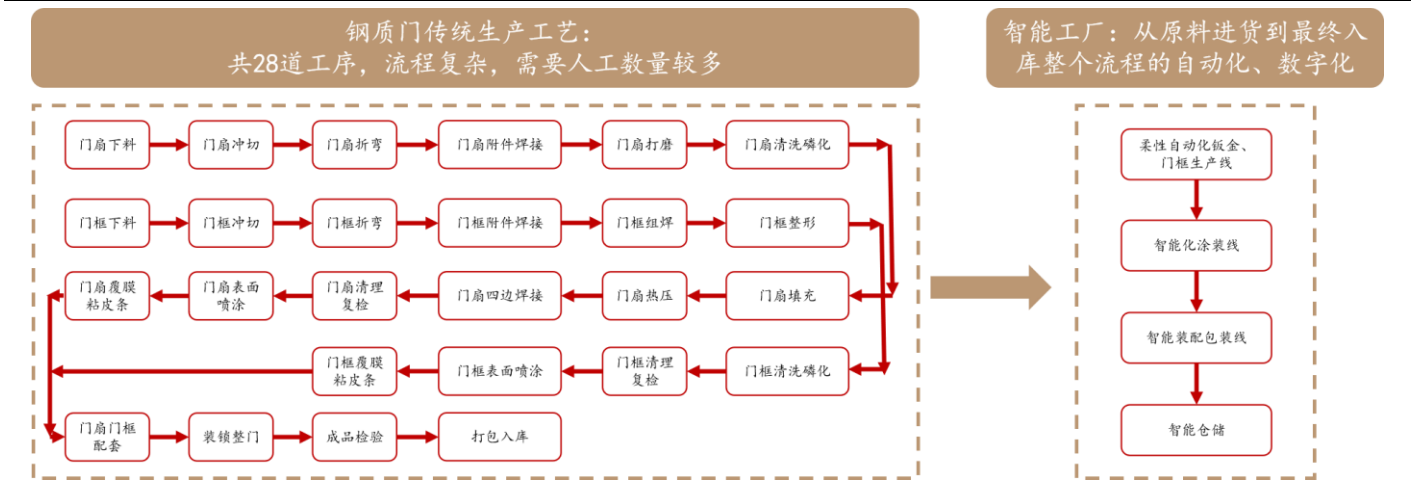
图 41：公司智能管理发展历程



资料来源：王力安防公众号，西部证券研发中心

打造行业领先“智能工厂”，提升生产效率，降低人工成本。公司持续升级生产设备及厂房，规模化使用工业机器人，提高精准制造、敏捷制造能力，提高产品品质，缩短产品交期，降低产品单位成本。公司从 2017 年开始投资建造长恬智慧工厂（即 IPO 募投项目“年产 36 万套物联网智能家居生产基地建设项目”），此项目以 ERP 信息化系统为上层架构，通过 MES 实现车间生产管理，以自动化制造设备、智能仓储物流系统和检测系统为基础单元，实现计划、生产、检验的全流程信息化，以及从原材料进货、冲压、焊接、装配、包装到入库整个流程的自动化、数字化，是门、锁行业目前唯一的智能门锁及智能家居制造基地。据公司财报介绍，长恬智慧工厂可将原有工艺需要的 34 人缩减至 1 人，可以大幅缩减用工和提高产能，缩短产品生产周期，稳定提升产品质量。

图 42：公司智能工厂将原本繁杂离散的生产工艺整合为集成生产单元



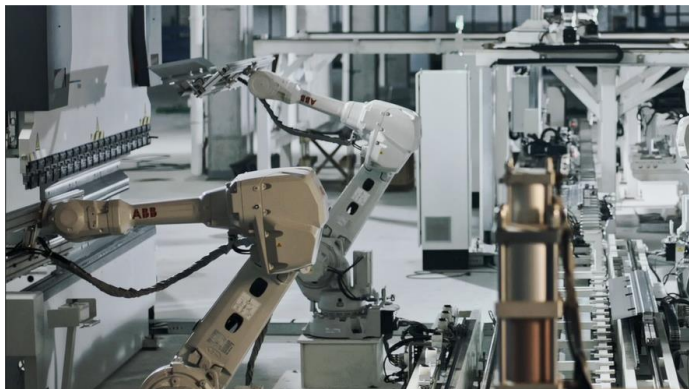
资料来源：王力安防招股书，公司财报，西部证券研发中心

图 43: 王力安防智能生产线



资料来源: 王力安防公众号, 西部证券研发中心

图 44: 王力安防智能生产线



资料来源: 王力安防公众号, 西部证券研发中心

五、盈利预测与投资建议

5.1 关键假设及盈利预测

- 1) **钢质安全门**: 钢制安全门是公司的主要产品, 收入占比 70%左右。我们假设 23-25 年钢质安全门营收同比+43.6%/+30%/+17.3%, 毛利率分别为 29.2%/30.5%/29.7%。

销量方面, 根据公司新基地建设进度和产能释放情况, 我们假设 23-25 年的销量增幅约为 45%/30%/15%, 则销量分别为 211/274/315 万樘。

单价方面, 从历史来看, 零售和工程渠道产品单价整体呈现提升的趋势, 同时也会随钢价有所波动, 考虑到 22-23 年钢价有所下跌, 我们假设 23-25 年钢质安全门单价同比增长-1%/0%/+2%。

成本方面, 我们假设 23-25 年钢质安全门单位成本同比-7.1%/-1.8%/+3.1%。拆分来看, ①直接材料占比最高, 达到 65%左右, 直接材料中又以钢材为主, 我们假设其波动存在周期性, 单位直接材料成本 23-25 年同比-5%/0%/+5%; ②直接人工, 随着智能工厂项目产能利用率提升, 将对人工成本有一定节省, 假设单位直接人工 23-25 年每年同比-3%; ③制造费用, 主要包括生产管理人员薪酬、房屋租赁、折旧摊销费等固定成本、物料消耗、水电燃料费、运费及装卸费等变动成本, 其中对公司毛利率影响较大的主要为固定成本 (尤其是折旧摊销), 公司未披露固定和变动成本的比例, 为简化计算, 我们假设制造费用每年增长 3%, 再加上新工厂转固带来的折旧, 由于公司长恬和蓬溪工厂已经在 21-22 年基本完成转固, 未来三年几乎没有新增的折旧, 同时销量快速增长, 带来单位制造费用的快速下降, 计算得到单位制造费用 23-25 年同比-28.5%/-20.8%/-10.4%; ④安装成本, 假设单位安装成本每年增长 10%。

- 2) **其他门**: 其他门体量小、增速快, 也具有一定规模效应。我们假设 23-25 年其他门销量同比增长 30%/20%/15%, 单价每年-1%, 营收同比增长 28.7%/18.8%/18.8%; 毛利率分别为 24.2%/25.8%/27.3%。

- 3) **智能锁**: 公司智能锁业务增长较快, 但市场竞争较为激烈, 产品价格呈现下降趋势。我们假设 23-25 年智能锁销量同比增长 30%/20%/15%, 单价每年-5%, 营收同比 23.5%/14%/9.3%, 毛利率为 35.7% (与 22 年一致)。

- 4) **费用率**: 费用率方面, 随着公司销售规模的提升, 公司销售和管理费用率有望持续得到摊薄, 进入下降通道。

盈利预测：预计 23-25 年公司分别实现营业收入 30.38/38.40/44.57 亿元，同比增长 37.92%/26.39%/16.07%；实现归母净利润 1.97/2.99/3.37 亿元。

表 6：公司主要业务未来三年盈利预测

项目	单位	2021	2022	2023E	2024E	2025E
钢制安全门						
营业收入	百万元	1850.56	1551.53	2227.22	2895.39	3396.29
Yoy	%	17.16%	-16.16%	43.55%	30.00%	17.30%
销量	万樘	178.09	145.23	210.58	273.76	314.82
Yoy	%	10.70%	-18.45%	45.00%	30.00%	15.00%
单价	元/樘	1,039.11	1,068.32	1,057.64	1,057.64	1,078.79
Yoy	%	5.84%	2.81%	-1.00%	0.00%	2.00%
毛利率	%	23.11%	24.60%	29.24%	30.48%	29.71%
智能锁						
营业收入	百万元	161.85	151.40	186.97	213.15	232.87
Yoy	%	56.44%	-6.46%	23.50%	14.00%	9.25%
销量	万把	21.16	23.32	30.31	36.37	41.83
Yoy	%	29.60%	10.19%	30.00%	20.00%	15.00%
单价	元/把	764.82	649.29	616.82	585.98	556.68
Yoy	%	20.71%	-15.11%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	%	37.65%	35.75%	35.75%	35.75%	35.75%
其他门						
营业收入	百万元	537.46	396.11	509.80	605.64	689.52
Yoy	%	45.14%	-26.30%	28.70%	18.80%	13.85%
销量	万樘	39.56	31.02	40.32	48.39	55.64
Yoy	%	47.79%	-21.59%	30.00%	20.00%	15.00%
单价	元/樘	1,358.72	1,277.10	1,264.33	1,251.68	1,239.17
Yoy	%	-1.79%	-6.01%	-1.00%	-1.00%	-1.00%
毛利率	%	26.75%	22.67%	22.67%	22.67%	22.67%
合计						
营业收入	百万元	2644.91	2202.72	3038.04	3839.63	4456.68
Yoy	%	25.12%	-16.72%	37.92%	26.39%	16.07%
毛利率	%	24.45%	24.46%	28.01%	29.04%	28.48%

资料来源：Wind，西部证券研发中心

5.2 相对估值

公司为安全门细分行业龙头企业，我们选取建材家居竣工链细分行业的龙头企业作为可比公司，包括欧派家居、江山欧派、伟星新材、箭牌家居。根据 Wind 一致预测结果，2023 年行业平均 PE 为 19.60 倍。公司目前 ROE 水平在可比公司中较差，但公司作为当前安全门行业唯一的 A 股上市企业，同时也是行业龙头企业，未来有望在具备融资优势前提下突破产能瓶颈，凭借制造优势、渠道优势、品牌优势持续提高市占率，我们预计未来两年的收入及利润增速将明显高于可比公司。综上，给予公司 2023 年 23 倍 PE 具有合理性。我们预计 23-25 年公司实现归母净利润 1.97/2.99/3.37 亿元，对应 EPS 0.45/0.67/0.76 元，对应目标股价 10.24 元。

表 7：可比公司对比

代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			营收增速 (%)		利润增速 (%)	
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
603833	欧派家居	99.07	603.49	4.17	5.18	6.07	23.74	19.12	16.32	16%	16%	17%	17%
603208	江山欧派	51.20	69.93	-0.02	3.08	3.83	-	16.61	13.38	36%	23%	扭亏	24%
2372	伟星新材	20.35	323.99	0.77	0.99	1.15	26.57	20.55	17.67	15%	15%	22%	16%
1322	箭牌家居	17.18	165.89	0.70	0.78	0.95	24.56	22.13	18.07	20%	18%	26%	22%
平均值							24.96	19.60	16.36	22%	18%	22%	20%
605268	王力安防	9.68	42.92	-0.10	0.45	0.67	-	21.73	14.37	38%	26%	扭亏	51%

资料来源：wind，西部证券研发中心

注：数据日期截至 2023/5/28，可比公司 2023E-2024E 为 wind 一致预期。

5.3 投资建议

我们预计 23-25 年公司实现归母净利润 1.97/2.99/3.37 亿元，对应 EPS 0.45/0.67/0.76 元。公司作为当前安全门行业唯一 A 股上市企业，未来有望在融资优势帮助下突破产能瓶颈，凭借制造优势、渠道优势、品牌优势持续提高市占率，给予公司 23 年目标 PE 23 倍，对应目标股价 10.24 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

六、风险提示

- 1) **地产复苏不及预期。**安全门与房地产的相关性较强，并且新房的占比较高、更换周期较长，如果新房住宅需求恢复不及预期，安全门行业需求将有下滑的风险。
- 2) **原材料价格剧烈波动。**公司直接材料成本占比近几年均超过 60%，钢材和与钢材价格相关性强的五金件占比较高，21Q4 以来钢价从高位逐渐回落，若后续原材料价格波动超预期，可能会对公司的盈利水平产生不利影响。
- 3) **产能释放不及预期。**若长恬基地、蓬溪基地产能投产进度或产能利用率不及预期，可能影响公司规模效应的释放，从而影响利润率。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	416	226	484	550	802	营业收入	2,645	2,203	3,038	3,840	4,457
应收款项	1,153	1,155	1,312	1,700	2,002	营业成本	1,998	1,664	2,187	2,725	3,187
存货净额	362	336	418	521	620	营业税金及附加	20	23	27	35	42
其他流动资产	63	269	54	67	68	销售费用	290	246	328	411	475
流动资产合计	1,995	1,986	2,268	2,838	3,493	管理费用	168	173	193	226	252
固定资产及在建工程	1,389	1,491	1,678	1,940	2,149	财务费用	(21)	(0)	13	6	7
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他费用/(-收入)	19	155	6	6	6
无形资产	152	212	218	232	255	营业利润	172	(58)	283	431	488
其他非流动资产	113	80	75	89	81	营业外净收支	4	6	6	6	6
非流动资产合计	1,653	1,783	1,972	2,261	2,486	利润总额	176	(52)	290	438	494
资产总计	3,648	3,769	4,240	5,099	5,979	所得税费用	39	(1)	57	86	97
短期借款	230	481	237	316	345	净利润	137	(51)	233	352	397
应付款项	1,619	1,510	1,955	2,383	2,838	少数股东损益	(0)	(8)	35	53	60
其他流动负债	25	22	23	23	23	归属于母公司净利润	138	(43)	197	299	337
流动负债合计	1,874	2,012	2,216	2,722	3,206	财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	盈利能力					
其他长期负债	48	46	46	46	46	ROE	9.7%	-2.5%	11.2%	14.7%	14.3%
长期负债合计	48	46	46	46	46	毛利率	24.5%	24.5%	28.0%	29.0%	28.5%
负债合计	1,921	2,058	2,262	2,769	3,252	营业利润率	6.5%	-2.6%	9.3%	11.2%	10.9%
股本	436	443	443	443	443	销售净利率	5.2%	-2.3%	7.7%	9.2%	8.9%
股东权益	1,726	1,711	1,978	2,330	2,727	成长能力					
负债和股东权益总计	3,648	3,769	4,240	5,099	5,979	营业收入增长率	25.1%	-16.7%	37.9%	26.4%	16.1%
						营业利润增长率	-42.4%	-	-	52.3%	13.0%
						归母净利润增长率	-42.6%	-	-	51.2%	12.8%
						偿债能力					
						资产负债率	52.7%	54.6%	53.3%	54.3%	54.4%
						流动比	1.06	0.99	1.02	1.04	1.09
						速动比	0.87	0.82	0.84	0.85	0.90
						每股指标与估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
						每股指标					
						EPS	0.31	(0.10)	0.45	0.67	0.76
						BVPS	3.90	3.73	4.26	4.93	5.69
						估值					
						P/E	31.2	-	21.7	14.4	12.7
						P/B	2.5	2.6	2.3	2.0	1.7
						P/S	1.6	1.9	1.4	1.1	1.0

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配: 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配: 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配: 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性: 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出: 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

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。

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他方式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。