

# 坚朗五金 (002791.SZ)

买入

## 2022 年报及 2023 一季报点评：蓄势调整成果渐显，经营质量显著改善

### 核心观点

**全年收入业绩均有承压，23Q1 收入增速小幅转正。**2022 年公司实现营业收入 76.5 亿元，同比-13.2%，归母净利润 0.66 亿元，同比-92.6%，扣非归母净利润 0.38 亿元，同比-95.6%，EPS 为 0.2 元/股，略高于此前业绩预告，并拟 10 派 1 元（含税），收入承压主要受地产下行叠加疫情等因素影响，导致需求减少所致，同时原材料价格同比上涨以及逆势扩张带来成本费用增加进一步拖累利润。2023Q1 实现营业收入 13.5 亿元，同比+4.8%，归母净利润-0.56 亿元，上年同期为-0.89 亿元，扣非归母净利润-0.6 亿元，上年同期-0.93 亿元，收入增速小幅转正，业绩同比小幅减亏。

**原材料成本及费用开支增加拖累盈利，现金流大幅提升。**根据测算，2022 年销售人员人均创收 111.3 万元，上年同期为 135.1 万元，主因逆势扩张新增销售人员较多所致，截至 2021 和 2022 年末销售人员 6518 人和 6870 人，同比+21.6%/+5.4%。分产品看，2022 年各品类收入均有不同程度下滑，门窗五金/门窗配套件/点支承/门控/不锈钢护栏/家居类/其他建筑五金分别同比-14.8%/-21.9%/-26.6%/-14.1%/-4.0%/-5.3%/-4.6%，毛利率分别为 40.6%（-4.1pp）/19.4%（-4.8pp）/32.6%（-6.3pp）/40.4%（-3.5pp）/28.3%（-8.0pp）/36.8%（-5.2pp）/25.5%（-8.3pp），受原材料价格同比上涨以及部分新产品导入影响，毛利率也有不同程度下滑，2022 年综合毛利率 30.2%，同比-5.0pp。期间费用率 26.1%，同比+5.7pp，主要受收入下滑带来费用摊薄减弱叠加扩张带来费用开支增加影响。2022 年实现经营性现金流净额 9.4 亿元，同比+71.1%，其中 Q4 单季度 10 亿元，回款依旧强劲，现金流大幅提升。

**23Q1 毛利率同比改善，费用率有所摊薄。**2023Q1 毛利率和净利率分别为 30.1%/-4.6%，同比+1.3pp/+2.4pp，环比-1.1pp/-7.9pp，期间费用率 32.4%，同比-2.1pp，环比+9.2pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比-0.48pp/-0.51pp/-0.32pp/-0.77pp，费用率有所摊薄。

**风险提示：**地产复苏不及预期；原材料价格大幅上涨；新品类、新场景拓展不及预期

**投资建议：**蓄势调整成果渐显，业绩弹性依旧可期，维持“买入”评级

在行业景气下行期，公司逆势布局，持续下沉地级市和县城销售渠道、布局新品类和新场景销售，目前成果渐显，经营质量改善明显，随着下游需求逐步修复，增长有望逐步回归正轨，业绩弹性依旧可期。预计 23-25 年 EPS 分别为 1.84/2.74/3.56 元/股，对应 PE 为 37.9/25.5/19.6x，综合考虑公司长期发展潜力，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,807	7,648	9,637	11,873	14,105
(+/-%)	30.7%	-13.2%	26.0%	23.2%	18.8%
净利润(百万元)	889	66	593	881	1145
(+/-%)	8.8%	-92.6%	804.5%	48.6%	30.0%
每股收益(元)	2.77	0.20	1.84	2.74	3.56
EBIT Margin	14.4%	4.1%	8.4%	9.9%	10.7%
净资产收益率 (ROE)	18.6%	1.4%	11.4%	15.1%	17.3%
市盈率 (PE)	25.3	342.6	37.9	25.5	19.6
EV/EBITDA	19.6	61.4	31.3	22.1	18.2
市净率 (PB)	4.68	4.68	4.31	3.85	3.38

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 建筑材料·装修建材

证券分析师：陈颖 0755-81981825  
chenying4@guosen.com.cn S0980518090002  
证券分析师：冯梦琪 0755-81982950  
fengmq@guosen.com.cn S0980521040002

#### 基础数据

投资评级 买入(维持)  
合理估值  
收盘价 69.85 元  
总市值/流通市值 22460/11455 百万元  
52 周最高价/最低价 136.00/69.00 元  
近 3 个月日均成交额 169.21 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《坚朗五金 (002791.SZ) - 2022 年中报点评：压力期夯实成长基础，新场景新品类布局成果渐显》——2022-08-19  
《坚朗五金 (002791.SZ)：中报业绩预告点评-逆境布局全面拓展，蓄势下一轮增长》——2022-07-20  
《坚朗五金 (002791.SZ) - 2021 年报及 2022 一季报点评：成长面临压力测试，依旧看好长期发展》——2022-04-27  
《坚朗五金-002791-2021 年中报点评：多重优势叠加，业务持续进化》——2021-08-18

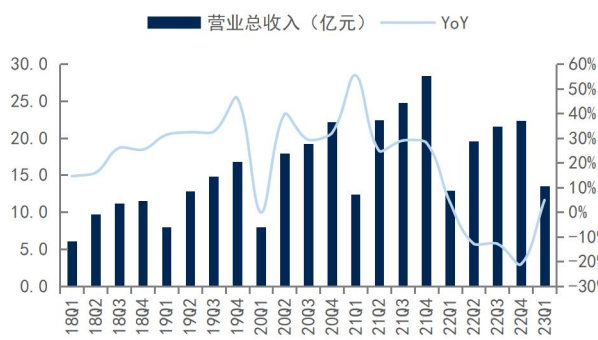
全年收入业绩均有承压，23Q1 收入增速小幅转正。2022 年公司实现营业收入 76.5 亿元，同比-13.2%，归母净利润 0.66 亿元，同比-92.6%，扣非归母净利润 0.38 亿元，同比-95.6%，EPS 为 0.2 元/股，略高于此前业绩预告，并拟 10 派 1 元（含税），收入承压主要受地产下行叠加疫情等因素影响，导致需求减少所致，同时原材料价格同比上涨以及逆势扩张带来成本费用增加进一步拖累利润。2023Q1 实现营业收入 13.5 亿元，同比+4.8%，归母净利润-0.56 亿元，上年同期为-0.89 亿元，扣非归母净利润-0.6 亿元，上年同期-0.93 亿元，收入增速小幅转正，业绩同比小幅减亏。

图1：坚朗五金营业收入及同比增速



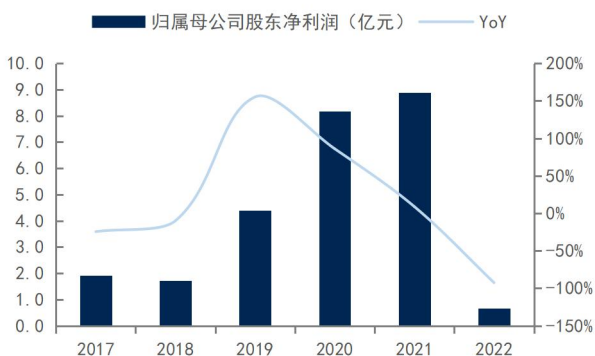
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：坚朗五金单季营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：坚朗五金归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：坚朗五金单季归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 (18Q4=957.2%)

原材料成本及费用开支增加拖累盈利，现金流大幅提升。根据测算，2022 年销售人员人均创收 111.3 万元，上年同期为 135.1 万元，主因逆势扩张新增销售人员较多所致，截至 2021 和 2022 年末销售人员 6518 人和 6870 人，同比+21.6%/+5.4%。分产品看，2022 年各品类收入均有不同程度下滑，门窗五金/门窗配套件/点支承/门控/不锈钢护栏/家居类/其他建筑五金分别同比-14.8%/-21.9%/-26.6%/-14.1%/-4.0%/-5.3%/-4.6%，毛利率分别为 40.6% (-4.1pp)/19.4% (-4.8pp)/32.6% (-6.3pp)/40.4% (-3.5pp)/28.3% (-8.0pp)/36.8% (-5.2pp)/25.5% (-8.3pp)，受原材料价格同比上涨以及部分新产品导入影响，毛利率也有不同程度下滑，2022 年综合毛利率 30.2%，同比-5.0pp。期间费用率 26.1%，同比+5.7pp，主要受收入下滑带来费用摊薄减弱叠加扩张带来

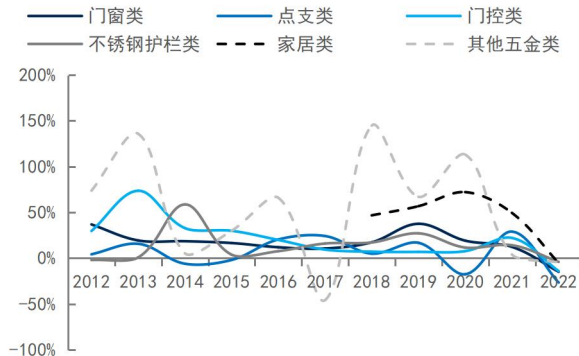
费用开支增加影响。2022 年实现经营性现金流净额 9.4 亿元，同比+71.1%，其中 Q4 单季度 10 亿元，回款依旧强劲，现金流大幅提升。

图5: 坚朗五金销售人员人均创收



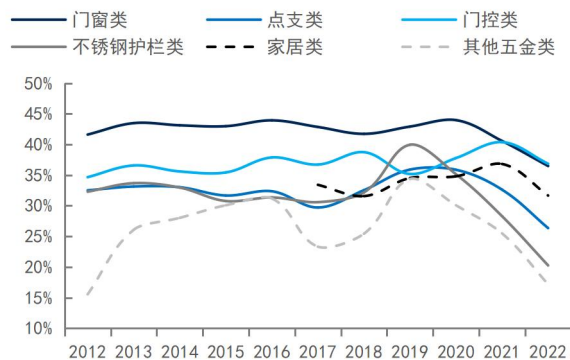
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 坚朗五金分产品收入增速



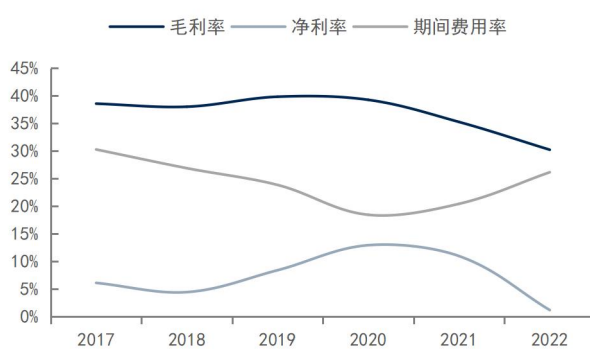
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 坚朗五金分产品毛利率



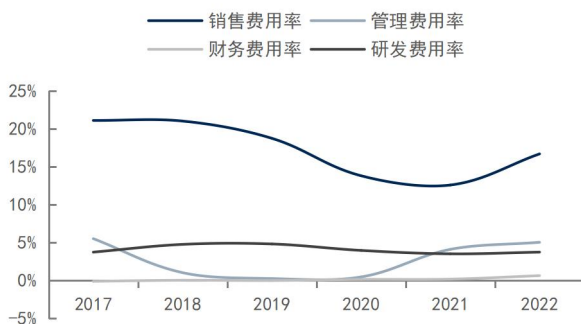
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 坚朗五金毛利率、净利率以及期间费用率



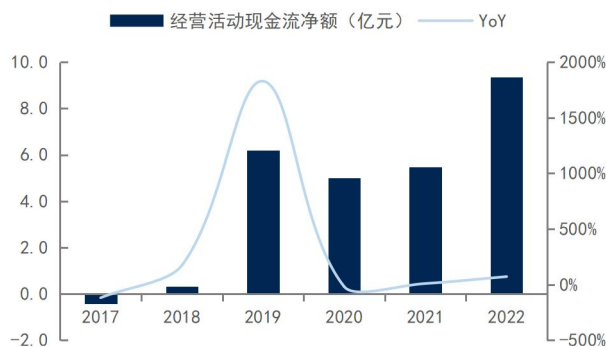
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 坚朗五金销售/财务/管理/研发费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

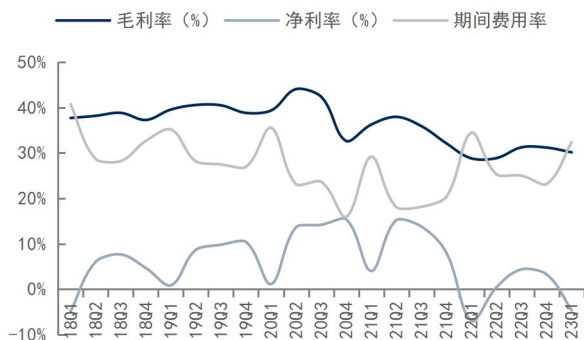
图10: 坚朗五金经营活动净现金流及同比增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

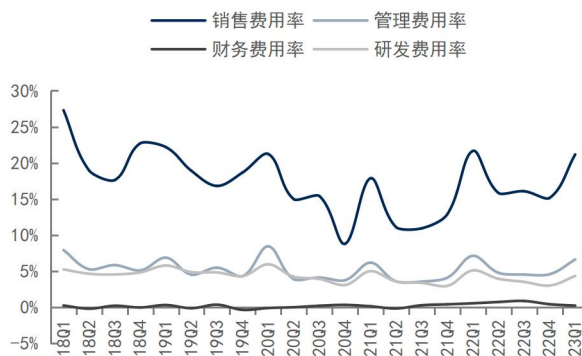
**Q1 毛利率同比改善，费用率有所摊薄。** 2023Q1 毛利率和净利率分别为 30.1%/-4.6%，同比+1.3pp/+2.4pp，环比-1.1pp/-7.9pp，期间费用率 32.4%，同比-2.1pp，环比+9.2pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比-0.48pp/-0.51pp/-0.32pp/-0.77pp，费用率有所摊薄。

图 11: 坚朗五金单季度毛利率、净利率以及期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 坚朗五金单季度销售/财务/财务/研发费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议：蓄势调整成果渐显，业绩弹性依旧可期，维持“买入”评级。** 在行业景气下行期，公司逆势布局，持续下沉地级市和县城销售渠道、布局新品类和新场景销售，目前成果渐显，经营质量改善明显，随着下游需求逐步修复，增长有望逐步回归正轨，业绩弹性依旧可期。预计 23-25 年 EPS 分别为 1.84/2.74/3.56 元/股，对应 PE 为 37.9/25.5/19.6x，综合考虑公司长期发展潜力，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

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	1522	1657	2803	1500	1500	营业收入	8807	7648	9637	11873	14105
应收款项	4537	4321	5444	6573	7887	营业成本	5703	5338	6601	8133	9591
存货净额	1255	1311	1616	1947	2320	营业税金及附加	55	51	65	78	94
其他流动资产	464	425	385	475	564	销售费用	1108	1276	1371	1572	1831
<b>流动资产合计</b>	<b>7929</b>	<b>7939</b>	<b>10531</b>	<b>10834</b>	<b>12643</b>	管理费用	362	386	453	494	583
固定资产	1168	1235	1973	2405	2614	研发费用	310	287	337	416	494
无形资产及其他	290	483	513	544	582	财务费用	16	50	52	58	54
投资性房地产	338	470	470	470	470	投资收益	(15)	(25)	0	0	0
长期股权投资	248	419	619	769	919	资产减值及公允价值变动	(17)	(24)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>9973</b>	<b>10546</b>	<b>14107</b>	<b>15023</b>	<b>17229</b>	其他收入	(399)	(398)	(337)	(416)	(494)
短期借款及交易性金融负债	397	478	500	1335	1315	营业利润	1131	100	757	1122	1457
应付款项	3106	3568	4179	5292	6180	营业外净收支	(8)	(4)	(5)	(5)	(5)
其他流动负债	1043	950	1288	1469	1782	<b>利润总额</b>	<b>1123</b>	<b>97</b>	<b>752</b>	<b>1117</b>	<b>1452</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4547</b>	<b>4996</b>	<b>5967</b>	<b>8096</b>	<b>9277</b>	所得税费用	160	10	75	112	145
长期借款及应付债券	169	281	2281	281	281	少数股东损益	73	21	84	124	161
其他长期负债	230	247	347	405	484	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>889</b>	<b>66</b>	<b>593</b>	<b>881</b>	<b>1145</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>400</b>	<b>528</b>	<b>2628</b>	<b>686</b>	<b>765</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>4946</b>	<b>5524</b>	<b>8595</b>	<b>8782</b>	<b>10041</b>	净利润	889	66	593	881	1145
少数股东权益	232	220	296	407	553	资产减值准备	15	43	99	53	37
股东权益	4794	4802	5217	5834	6635	折旧摊销	130	145	182	234	273
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9973</b>	<b>10546</b>	<b>14107</b>	<b>15023</b>	<b>17229</b>	公允价值变动损失	17	24	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	16	50	52	58	54
每股收益	2.77	0.20	1.84	2.74	3.56	营运资本变动	(711)	496	(242)	(144)	(459)
每股红利	0.65	0.58	0.55	0.82	1.07	其它	41	(83)	(24)	59	108
每股净资产	14.91	14.93	16.22	18.14	20.64	<b>经营活动现金流</b>	<b>380</b>	<b>692</b>	<b>608</b>	<b>1083</b>	<b>1105</b>
ROIC	25%	5%	12%	16%	19%	资本开支	0	(201)	(1050)	(750)	(558)
ROE	19%	1%	11%	15%	17%	其它投资现金流	241	(74)	(57)	(57)	(34)
毛利率	35%	30%	31%	31%	32%	<b>投资活动现金流</b>	<b>134</b>	<b>(447)</b>	<b>(1307)</b>	<b>(957)</b>	<b>(741)</b>
EBIT Margin	14%	4%	8%	10%	11%	权益性融资	(3)	6	0	0	0
EBITDA Margin	16%	6%	10%	12%	13%	负债净变化	109	111	0	0	0
收入增长	31%	-13%	26%	23%	19%	支付股利、利息	(208)	(186)	(178)	(264)	(344)
净利润增长率	9%	-93%	804%	49%	30%	其它融资现金流	208	32	22	835	(20)
资产负债率	52%	54%	63%	61%	61%	<b>融资活动现金流</b>	<b>5</b>	<b>(110)</b>	<b>1844</b>	<b>(1430)</b>	<b>(363)</b>
股息率	0.9%	0.8%	0.8%	1.2%	1.5%	<b>现金净变动</b>	<b>520</b>	<b>135</b>	<b>1146</b>	<b>(1303)</b>	<b>0</b>
P/E	25.3	342.6	37.9	25.5	19.6	货币资金的期初余额	1002	1522	1657	2803	1500
P/B	4.7	4.7	4.3	3.9	3.4	货币资金的期末余额	1522	1657	2803	1500	1500
EV/EBITDA	19.6	61.4	31.3	22.1	18.2	企业自由现金流	0	720	(382)	402	616
						权益自由现金流	0	863	(407)	1185	548

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032