

# 王力安防（605268）

证券研究报告

2022年12月16日

## 至暗时刻已过，明年有望加速起航

近期我们持续强化家居保交楼相关推荐，我们认为，一方面竣工预期有望带动大宗订单增长，地产格局优化结构性机会凸显；另一方面伴随地产支持性政策逐步落地，房企自身资金压力有望缓解，行业上下游整体发展或将趋于良性。

**公司作为安全门、锁领域龙头，大宗工程渠道优势突出，股权激励彰显长期发展信心。**公司采取多种方式加强与头部房企的战略协同，支持工程商、经销商开拓工程订单，并设立直营团队，持续与各大优质房地产商保持合作关系，被评为地产首选供应商钢质入户门类第一名，并大力拓展合作产品品类，22H1在入户门基础上新增合作智能锁产品，工程客户已陆续开始下单，22年行业处于相对底部，23年公司有望加速反转。公司于22年6月发布上市首次股权激励计划，23年目标收入较21年增长不低于56%，净利润较21年增长不低于110%。

**行业承压下中小企业有望加速出清，竞争格局逐步优化。**经我们测算，我国入户门行业规模预计25年约400亿，除部分知名品牌外，主要为地方性小厂，行业集中度低，其中公司所在的永康地区为我国安全门产业集中地。据永康市人民政府网站数据，永康安全门年产量约3000万樘，占全国产量约70%。21年主要原材料钢材价格高企、22年商品房竣工/销售数据同比持续双位数下滑，我们认为行业承压之下中小产能或逐步出清、退出竞争，或逐步转变成为头部品牌的代工厂，行业格局有望优化。

**公司逆势扩张提升集中度，产能加速爬坡、规模效应凸显。**公司募投产能于21H2试投产，22H1长恬工厂二期新增23条自动化产线，我们预计23年产能有望逐步释放，公司有序推进产能建设为份额提升奠定产能基础，体现坚定发展信心。前期由于相应在建工程转入固定资产，并计提折旧，利润端有所承压，我们认为未来伴随产量提升，单位折摊或将大幅减少从而提升盈利能力，成本规模优势凸显。

**未来工厂提升效率，释放毛利空间。**成本毛利方面，王力长恬智能基地获永康首批“未来工厂”称号，预期正式投产后，从接单到生产，再到包装全部自动化，用工将缩减80%，运营成本降低约15%，产品升级周期缩短约33%。智能制造的产品品质提升且稳定，生产效率和竞争力大幅提高，伴随产能利用率提升，规模效应有望逐步释放。

**长期看好客户结构调整优化，商业模式趋于健康。**一方面，公司积极对接资质更优的工程客户，我们预计新客户有望逐步进入成熟放量阶段，伴随保交楼催化23年有望实现规模增厚；另一方面，存量客户合作稳固，并继续拓展合作产品品类。此外，公司风控能力强，工程模式下除公司直销且不负责安装的情况和少量公司自行负责安装的工程客户外，其余工程客户均由经销商或其介绍的第三方负责安装，经销商按合同金额扣除安装服务费后全额缴纳工程保证金至公司后，公司才安排发货。我们认为，伴随央企、优质民企份额提升以及行业风险出清，公司有望持续扩大业务版图。

**智能门锁品类延展，有望打开发展空间。**根据奥维云网数据，2021年我国智能锁渗透率不足9%，2022年有望突破11%，相比日本、韩国智能门锁的市场渗透率80%和60%，我国智能门锁市场目前仍处于发展初期，市场空间较大。22H1王力智能门锁收入6709.35万元，占总收入比约7%，工程合作主动扩充智能锁等品类提升战略协同，零售业务线上线下全域发力，成长前景可期。

**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，叠加近期政策催化，业务有望逐步改善，但考虑到新房销售同比下滑，我们调整盈利预测，预计公司22-24年归母净利分别为1.7/2.7/3.5亿（原值为2.4/3.4/4.6亿），对应PE分别为26X/16X/13X，维持“增持”评级。

### 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	9.87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)	4,376.21
流通A股市值(百万元)	734.13
每股净资产(元)	3.86
资产负债率(%)	55.18
一年内最高/最低(元)	14.08/8.00

### 作者

**尉鹏洁** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110521070001  
weipengjie@tfzq.com

**孙海洋** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 1 《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
- 2 《王力安防-年报点评报告:收入增速符合我们预期，短期原材料涨价扰动业绩》2022-04-23
- 3 《王力安防-季报点评:前三季度收入稳定增长，受原材料影响盈利短期承压》2021-10-26

**风险提示：**行业竞争加剧；产能释放不及预期；新房销售及竣工不及预期等。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,113.91	2,644.91	2,408.01	3,145.77	3,911.36
增长率(%)	8.36	25.12	(8.96)	30.64	24.34
EBITDA(百万元)	397.70	301.02	337.26	493.82	635.86
归属母公司净利润(百万元)	239.74	137.52	170.50	266.70	347.99
增长率(%)	13.17	(42.64)	23.98	56.42	30.48
EPS(元/股)	0.54	0.31	0.38	0.60	0.78
市盈率(P/E)	18.25	31.82	25.67	16.41	12.58
市净率(P/B)	3.98	2.53	2.30	2.01	1.74
市销率(P/S)	2.07	1.65	1.82	1.39	1.12
EV/EBITDA	0.00	17.59	11.26	8.58	6.32

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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	254.95	416.46	965.77	471.87	586.70
应收票据及应收账款	725.86	1,076.62	388.29	1,407.81	825.41
预付账款	66.09	52.10	58.09	88.16	82.95
存货	273.63	362.28	242.61	511.25	427.24
其他	76.00	87.16	61.91	92.89	83.51
<b>流动资产合计</b>	<b>1,396.54</b>	<b>1,994.61</b>	<b>1,716.68</b>	<b>2,571.98</b>	<b>2,005.81</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	436.70	901.01	1,203.98	1,581.95	2,029.92
在建工程	558.04	487.97	387.97	287.97	187.97
无形资产	160.71	151.59	218.39	290.69	367.99
其他	33.44	112.55	57.35	67.86	79.22
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,188.88</b>	<b>1,653.13</b>	<b>1,867.70</b>	<b>2,228.48</b>	<b>2,665.11</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,585.42</b>	<b>3,647.74</b>	<b>3,584.38</b>	<b>4,800.46</b>	<b>4,670.92</b>
短期借款	0.42	230.47	460.00	419.24	322.96
应付票据及应付账款	728.12	985.48	441.36	1,438.96	854.86
其他	530.43	467.41	739.42	728.27	931.68
<b>流动负债合计</b>	<b>1,258.97</b>	<b>1,683.37</b>	<b>1,640.78</b>	<b>2,586.46</b>	<b>2,109.50</b>
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	43.83	47.62	39.74	43.73	43.70
<b>非流动负债合计</b>	<b>43.83</b>	<b>47.62</b>	<b>39.74</b>	<b>43.73</b>	<b>43.70</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,485.92</b>	<b>1,921.48</b>	<b>1,680.52</b>	<b>2,630.20</b>	<b>2,153.19</b>
少数股东权益	(0.86)	(1.07)	(1.39)	(1.68)	(2.21)
股本	369.00	436.00	443.39	443.39	443.39
资本公积	115.31	646.82	646.82	646.82	646.82
留存收益	616.03	644.55	815.06	1,081.75	1,429.75
其他	0.01	(0.04)	(0.01)	(0.01)	(0.02)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,099.50</b>	<b>1,726.26</b>	<b>1,903.86</b>	<b>2,170.26</b>	<b>2,517.72</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,585.42</b>	<b>3,647.74</b>	<b>3,584.38</b>	<b>4,800.46</b>	<b>4,670.92</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	239.77	137.30	170.50	266.70	347.99
折旧摊销	49.77	66.67	110.23	139.73	174.73
财务费用	0.77	(2.32)	(12.50)	(11.08)	(7.03)
投资损失	1.58	1.78	0.57	1.31	1.22
营运资金变动	118.94	(499.74)	427.07	(367.31)	282.58
其它	(55.27)	191.97	14.45	1.73	(6.80)
<b>经营活动现金流</b>	<b>355.56</b>	<b>(104.33)</b>	<b>710.32</b>	<b>31.07</b>	<b>792.70</b>
资本支出	324.57	448.00	387.89	486.01	600.03
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(609.71)	(875.30)	(797.99)	(981.36)	(1,188.72)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(285.14)</b>	<b>(427.30)</b>	<b>(410.11)</b>	<b>(495.36)</b>	<b>(588.68)</b>
债权融资	14.75	251.93	241.68	(29.62)	(89.17)
股权融资	(108.99)	570.55	7.42	(0.00)	(0.01)
其他	90.82	(109.67)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(3.42)</b>	<b>712.81</b>	<b>249.10</b>	<b>(29.62)</b>	<b>(89.18)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>67.00</b>	<b>181.19</b>	<b>549.31</b>	<b>(493.91)</b>	<b>114.84</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>2,113.91</b>	<b>2,644.91</b>	<b>2,408.01</b>	<b>3,145.77</b>	<b>3,911.36</b>
营业成本	1,440.87	1,998.17	1,759.99	2,227.94	2,739.14
营业税金及附加	18.81	19.94	18.63	25.34	30.42
销售费用	228.93	290.12	267.29	344.97	430.71
管理费用	78.22	109.40	101.14	126.21	160.99
研发费用	54.60	58.39	52.98	73.30	87.85
财务费用	(14.33)	(21.35)	(12.50)	(11.08)	(7.03)
资产/信用减值损失	(28.10)	(29.87)	(28.20)	(28.72)	(28.93)
公允价值变动收益	0.00	0.00	14.77	2.02	(6.27)
投资净收益	(1.58)	(1.78)	(0.57)	(1.31)	(1.22)
其他	38.45	50.32	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>298.05</b>	<b>171.58</b>	<b>206.48</b>	<b>331.07</b>	<b>432.87</b>
营业外收入	6.17	5.69	7.04	6.30	6.34
营业外支出	6.02	1.31	3.42	3.58	2.77
<b>利润总额</b>	<b>298.21</b>	<b>175.96</b>	<b>210.11</b>	<b>333.79</b>	<b>436.44</b>
所得税	58.44	38.66	39.92	67.39	88.97
<b>净利润</b>	<b>239.77</b>	<b>137.30</b>	<b>170.19</b>	<b>266.40</b>	<b>347.47</b>
少数股东损益	0.03	(0.22)	(0.32)	(0.29)	(0.53)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>239.74</b>	<b>137.52</b>	<b>170.50</b>	<b>266.70</b>	<b>347.99</b>
每股收益(元)	0.54	0.31	0.38	0.60	0.78

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	8.36%	25.12%	-8.96%	30.64%	24.34%
营业利润	19.85%	-42.43%	20.34%	60.34%	30.75%
归属于母公司净利润	13.17%	-42.64%	23.98%	56.42%	30.48%
<b>获利能力</b>					
毛利率	31.84%	24.45%	26.91%	29.18%	29.97%
净利率	11.34%	5.20%	7.08%	8.48%	8.90%
ROE	21.79%	7.96%	8.95%	12.28%	13.81%
ROIC	38.02%	15.11%	11.00%	19.26%	16.67%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	57.47%	52.68%	46.88%	54.79%	46.10%
净负债率	-23.15%	-10.74%	-26.56%	-2.41%	-10.46%
流动比率	0.97	1.06	1.05	0.99	0.95
速动比率	0.78	0.87	0.90	0.80	0.75

营运能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
应收账款周转率	3.39	2.93	3.29	3.50	3.50
存货周转率	8.31	8.32	7.96	8.35	8.34
总资产周转率	0.93	0.85	0.67	0.75	0.83

每股指标(元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股收益	0.54	0.31	0.38	0.60	0.78
每股经营现金流	0.80	-0.24	1.60	0.07	1.79
每股净资产	2.48	3.90	4.30	4.90	5.68

估值比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率	18.25	31.82	25.67	16.41	12.58
市净率	3.98	2.53	2.30	2.01	1.74
EV/EBITDA	0.00	17.59	11.26	8.58	6.32
EV/EBIT	0.00	22.59	16.72	11.97	8.72

### 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