

坚朗五金（002791.SZ）

构筑起宽深护城河的建筑配套件集成平台

核心观点：

- **构筑起宽深护城河的建筑配套件集成平台，市场空间广阔。**公司基于建筑五金领域建立的竞争优势，持续拓品类、提份额，能够满足多场景一站式采购需求，参考海外经验，已具备成为建材平台公司的基础。
- **坚朗做的是一门好生意。**公司聚焦订单离散的建筑配套件产品，提供高效服务，离散和服务带来高毛利和现金流。专注工程小 B 市场，符合中国土壤，业务起量快。通过产品集成化方式，全品类高效化供应满足客户一站式采购需求，销售多点开花。
- **坚朗核心竞争力是什么？——强管理带来的高效率。**公司在销售端-生产端-交付端全流程构筑了高效率的壁垒：采用直销模式持续拓展和下沉渠道，为客户提供高效服务；通过生产标准化和品牌规模化，打造强势产品矩阵，带来高效率 and 规模效应；自建备货仓和快速响应的物流配送体系，打造强大的供应链体系。高效率的背后是公司强大管理能力支撑：前瞻性战略定位，员工激励到位；不断完善和升级信息化系统，赋能公司经营管理；采用“铁三角”管理理念，高度分工协作，同时建立系统的人才培养体系。公司规模优势显现，带来低成本和高效率的壁垒。得益于上述竞争优势，公司客户粘性强。
- **公司未来的增长点。**传统建筑五金份额提升，新品类放量，海外市场贡献增量，人均效率提升带来业绩增长弹性。
- **盈利预测和投资建议。**预计公司 21-23 年 EPS 分别为 3.60/5.15/7.15 元，最新收盘价对应 PE 分别为 53/37/27 倍。参考可比公司估值及公司业绩增长预期，给予公司 21 年合理价值 238.89 元/股的判断，对应公司 21 年、22 年 PE 分别约 66x、46x，维持“买入”评级。
- **风险提示。**下游需求下滑、主要原材料价格波动、应收账款余额增长较快、新市场和新客户拓展低于预期等。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,255	6,737	9,091	12,008	15,604
增长率（%）	36.4	28.2	34.9	32.1	29.9
EBITDA（百万元）	649	1,223	1,673	2,334	3,167
归母净利润（百万元）	439	817	1,157	1,655	2,298
增长率（%）	155.2	86.0	41.6	43.0	38.9
EPS（元/股）	1.37	2.54	3.60	5.15	7.15
市盈率（P/E）	22.32	56.66	52.72	36.86	26.54
ROE（%）	14.3	20.5	23.7	26.7	28.7
EV/EBITDA	14.13	37.14	35.87	25.55	18.64

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

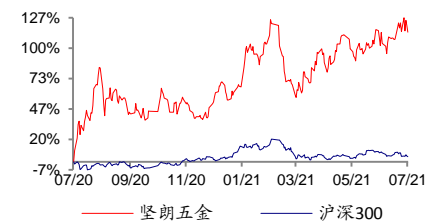
买入

当前价格	189.71 元
合理价值	238.89 元
前次评级	买入
报告日期	2021-07-13

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	321.54/156.44
总市值/流通市值（百万元）	61334/29840
一年内最高/最低（元）	202.15/108.17
30 日日均成交量/成交额（百万）	1.02/194.16
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	19.56/17.11

相对市场表现



分析师：

邹戈



SAC 执证号：S0260512020001



021-60750616



zouge@gf.com.cn

分析师：

谢璐



SAC 执证号：S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-60750630



xielu@gf.com.cn

请注意，邹戈并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

坚朗五金（002791.SZ）：盈利持续改善，多品类集中供应能力显现 2021-05-07

联系人：

张乾 021-38003687

gzhangqian@gf.com.cn

目录索引

一、坚朗的业务土壤：建材市场集中的方式——单品 VS 平台？	6
（一）建材市场集中的两种模式	6
（二）发达国家建材市场有哪些单品和平台跑出？	7
（三）坚朗五金：始于建筑五金，定位建筑配套件集成平台，市场空间广阔	13
二、坚朗做的是一门好生意	20
（一）离散和服务带来高毛利和现金流	20
（二）专注工程小 B 市场，符合中国土壤	23
（三）产品集成化，实现全品类高效供应，销售多点开花	24
三、坚朗核心竞争力是什么？——强管理带来的高效率	26
（一）系统的竞争优势——核心是高效率	26
（二）高效率的支撑——核心是强管理	33
（三）规模优势显现，带来低成本和高效率的壁垒	39
（四）品牌效应、优质服务和产品，客户粘性强	42
四、坚朗未来的增长点	45
（一）传统建筑五金市占率提升	46
（二）新品类放量：数量增长和单品体量提升	48
（三）海外市场贡献增量	48
（四）人均效率提升带来业绩增长弹性	49
五、盈利预测和投资建议	50
六、风险提示	52

图表索引

图 1: 消费建材渠道模式.....	6
图 2: 美国家具市场模式转变	8
图 3: 1999-2016 年美国建筑涂料渠道份额变化情况.....	8
图 4: 2020 年美国建材家居行业集中度	8
图 5: 2019 年品牌商通过家得宝和劳氏的销售占比.....	8
图 6: 2018 年美国建筑涂料行业格局.....	10
图 7: 2018 年美国室内铺地材料双寡头格局.....	10
图 8: 坚朗五金产品体系	14
图 9: 坚朗五金精装类产品集成.....	15
图 10: 坚朗五金产品结构.....	15
图 11: 坚朗五金传统五金和延伸产品收入增速	15
图 12: 坚朗五金品牌.....	16
图 13: 2020 年中国门窗幕墙行业企业数量	20
图 14: 坚朗五金前五大客户占比.....	20
图 15: 坚朗五金 2020 年标准件和定制件产品占比	22
图 16: 坚朗五金产品销售服务流程	22
图 17: 2008 年-2020 年中国城镇化发展.....	24
图 18: 2008 年-2020 年我国建筑业总产值及增速	24
图 19: 2016-2020 年门窗幕墙产值（亿元）	24
图 20: 坚朗云采工具馆、生活馆、酒店产品、电工电气馆	25
图 21: 伍尔特销售模式	27
图 22: 坚朗五金销售模式.....	27
图 23: 2012-2020 年公司销售费用率	28
图 24: 2020 年消费建材公司每亿元营业收入对应销售人员数量和销售费用率...28	28
图 25: 2012-2020 年坚朗五金销售联络点变化.....	28
图 26: 2012-2020 年销售人员数量及同比增速.....	28
图 27: 坚朗五金销售模式.....	29
图 28: 坚朗云采介绍	30
图 29: 坚朗五金两大生产基地及各地备货仓	32
图 30: 坚朗备货仓图一	32
图 31: 坚朗备货仓图二	32
图 32: 坚朗模式	33
图 33: 坚朗五金强管理带来的高效率	34
图 34: 坚朗五金信息化系统建设历程	36
图 35: 坚朗五金销售提成体系	37
图 36: 贝壳 ACN 体系分为十个环节，重新分配经纪人角色和利益，可实现跨门店和跨品牌合作	37
图 37: 华为“铁三角”管理理念	38
图 38: 坚朗五金“铁三角”管理理念	38

图 39: 2011 年-2020 年公司应收与应付账款周转天数	39
图 40: 2011 年-2020 年公司存货周转天数 (天)	39
图 41: 2011 年-2020 年公司固定资产周转天数	39
图 42: 消费建材公司净营业周期 (单位: 天)	39
图 43: 2020 年消费建材公司人均收入 (万元)	40
图 44: 坚朗五金人均收入 (万元)	40
图 45: 2020 年消费建材公司销售人员人均收入 (万元)	40
图 46: 坚朗五金销售人员人均收入 (万元)	40
图 47: 2020 年消费建材公司员工薪酬 /总收入	40
图 48: 坚朗五金员工薪酬 /总收入	40
图 49: 坚朗五金运输费用率	41
图 50: 坚朗五金研发费用率	41
图 51: 2011-2020 年公司销售毛利率	41
图 52: 2011-2020 年公司期间费用率	41
图 53: 2014-2020 年研发支出及占收入比例	43
图 54: 消费建材类公司研发费用/营业收入 (%)	43
图 55: 精装房开盘数量及同比增速	46
图 56: 按销售面积计算的房地产行业集中度	46
图 57: 房地产 TOP500 首选建筑五金供应商前十名首选率加总	46
图 58: 2010 年-2020 居民消费指数: 全体居民	47
图 59: 2009-2018 门窗五金低端及中高端占比情况	47
图 60: 坚朗五金传统建筑五金收入及市占率	47
图 61: 坚朗五金大品类数量和平均体量	48
图 62: 坚朗五金各项业务收入增速	48
图 63: 2020 年人均创收 (人民币万元)	49
图 64: 2020 年销售人员人均创收 (人民币万元)	49
图 65: 公司人均创收与费用率、营业利润率	49
表 1: 美国建材家居龙头企业	7
表 2: 2020 年美国前 4 大家装建材零售商	8
表 3: 家得宝产品分类	8
表 4: 劳氏产品分类	9
表 5: 日本建材家居龙头企业	11
表 6: 日本建材家居大卖场概况	11
表 7: 欧洲建材家居龙头企业	12
表 8: 坚朗五金品牌 and 对应产品	16
表 9: 坚朗五金布局产品市场空间	18
表 10: 坚朗五金单品价值量及单客户销售金额低	21
表 11: 建材行业均较分散	21
表 12: 建材公司毛利率和现金流	23

表 13: 建筑五金企业销售模式	26
表 14: 2014-2020 年销售人员数量、销售费用率和人均创收情况	28
表 15: 坚朗五金产能情况.....	31
表 16: 坚朗五金员工持股计划和股票期权激励计划	35
表 17: 坚朗五金和海外优秀平台型公司对比	42
表 18: 坚朗五金所获科技创新类奖项	43
表 19: 地产商 500 强首选五金类供应商品牌前十名 (2017-2020 年)	44
表 20: 坚朗五金旗下多个品牌入围 2020 年地产商 500 强首选供应商品牌前十名	44
表 21: 公司收入结构分拆.....	45
表 22: 公司港澳台及海外地区业务情况.....	48
表 23: 坚朗五金盈利预测表	50
表 24: 可比公司估值表	52

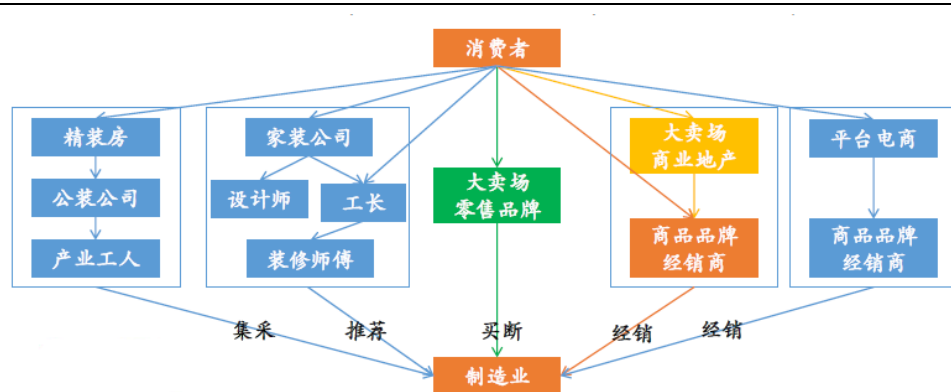
一、坚朗的业务土壤：建材市场集中的方式——单品 VS 平台？

（一）建材市场集中的两种模式

除水泥、钢铁、玻璃、石膏板等具备资源属性的大宗建材品外，中国建材市场整体呈现出分散的状态，尤其是下游的装修建材，如防水、涂料、管材、板材、瓷砖、建筑五金等，经历了需求高增期的野蛮生长后，大多都处于“大行业小公司”格局，民营企业众多，但近年来随着下游新房增速下行，消费建材行业规模进入低增速阶段，存量博弈阶段大企业凭借产品（服务）、渠道、品牌和管理加固壁垒，逐步蚕食小企业份额，市场集中度加速提升，表现为龙头企业增速显著跑赢行业增速。

市场最终会朝着最有效率的方向去集中，建材市场如何集中？有两个方向，一是纵向整合，龙头公司专注几个主打的单品，涵盖生产到销售全流程，逐步提升在单品的市占率；二是横向整合，公司不断扩张品类，打造多品类一站式供应平台，重心放在销售环节，产品包括自产和OEM。从走在前面的发达国家情况来看，均有单品和平台模式跑出，在中国建材市场走向集中整合过程中也存在上述两种路径，一是以东方雨虹、民族建筑涂料龙头、北新建材、中国联塑为代表的企业，在不断加固主业壁垒后适当拓展相关品类，持续提升市场份额；二是打造集成平台，坚朗五金定位建筑配套件集成平台，依靠直销和仓储物流打造一站式供应平台，红星美凯龙和居然之家采用商业地产模式和商品品牌经销商渠道和谐共存，坚朗五金的平台模式和海外平台型公司更有可比性。

图 1：消费建材渠道模式



数据来源：广发证券发展研究中心

（二）发达国家建材市场有哪些单品和平台跑出？

1. 美国渠道商较强势，诞生出家得宝和劳氏两大渠道商，但也跑出了不少单品。

根据美国家装研究院（HIRI），美国家装行业（建筑材料、家居装饰、五金工具等）市场规模约4000亿美元，以零售市场（包括小B）为主，渠道商（家得宝、劳氏等）强势，家装中心（Home center）销售占比超过60%，涵盖建材家居几乎所有品类，呈现双寡头格局，家得宝和劳氏合计在美国建材家居零售市场份额达55%，在美国家装中心市场呈现双寡头格局。

美国以家装超市为代表的渠道商在20世纪八九十年代开始崛起，在新房需求下滑和人工成本上升等时代背景下，凭借最核心的成本优势，逐步占领商品品牌商的直营和经销份额，使得美国建材家居行业制造和销售职能分离，分别由商品品牌商和渠道商负责。

美国渠道商的强势带来两个影响：一方面，商品品牌都依靠外部渠道销售，即使建筑涂料龙头宣伟有较高的自建直营渠道，仍不得不和劳氏签订旗下威士伯品牌的单一渠道销售协议，据统计，2019年家装产品通过专业零售商的销售占比超过60%，各大建材家居品牌商通过家得宝和劳氏两大零售商的销售占比均超过25%，渠道高集中度为较高的商品品牌集中度奠定基础；另一方面，强势的渠道商往往采用买断模式，比如马斯科的Behr涂料只在家得宝出售，宣伟的威士伯涂料只在劳氏出售，甚至部分不重品牌的产品直接采用OEM直供渠道商，商品品牌的发展受到渠道商的限制，且大型卖场渠道逐渐挤压商品品牌商的直营和经销渠道，影响商品品牌商的议价能力。

但在两大渠道商的压迫下，仍有不少建材家居品牌跑出，主要为建筑涂料（宣伟、PPG、马斯科、本杰明摩尔）、五金工具（史丹利百得）、铺地材料（莫霍克工业、萧氏工业）、卫浴（科勒、美标、马斯科）、床垫（泰普尔）等。

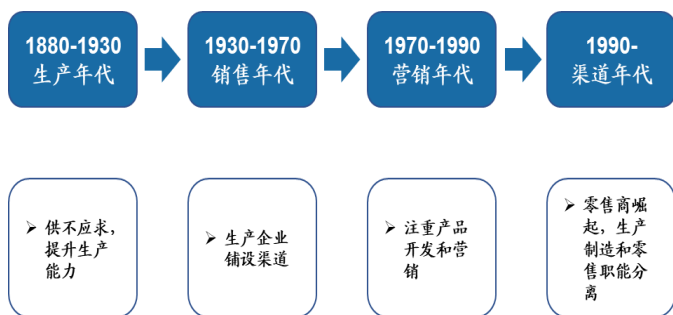
表1：美国建材家居龙头企业

公司名称	成立时间	业务	收入(亿元人民币)	净利润(亿元人民币)	市值(亿元人民币)
Home Depot 家得宝	1978 年	建材家居零售	9065	883	21964
Lowe's 劳氏	1952 年	建材家居零售	6148	399	8838
Sherwin-Williams 宣伟	1866 年	涂料	1267	140	4710
PPG	1883 年	涂料	954	73	2598
Stanley Black 史丹利百得	1843 年	工具	1003	83	2152
MOHAWK Industry 莫霍克工业	1902 年	地毯、瓷砖、地板	659	36	873
Masco 马斯科	1929 年	卫浴、涂料、木质家具	496	84	947
Tremper-Sealy 泰普尔	1991 年	床垫	254	24	501

数据来源：各公司年报，Bloomberg，广发证券发展研究中心

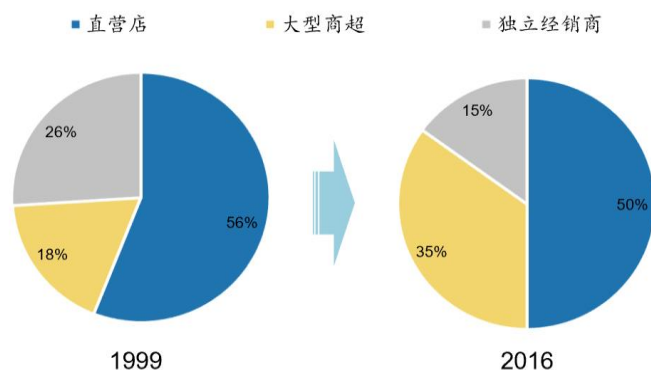
注：收入和净利润为最新财年数据，市值为 2021/7/9 日数据

图2：美国家具市场模式转变



数据来源：美国今日家具，广发证券发展研究中心

图3：1999-2016年美国建筑涂料渠道份额变化情况



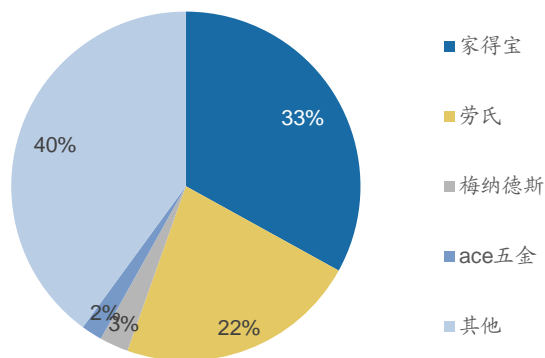
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

表2：2020年美国前4大家装建材零售商

公司	门店经营方式	门店数量(个)	国内外业务占比	客户结构
家得宝	直营	2296	国内 92.5%，国外 7.5%	DIY 客户 55%，专业客户 45%
劳氏	直营	1977	国内 94%，国外 6%	DIY 客户 75%，专业客户 25%
梅纳德斯	直营	336	美国 100%	DIY 客户和专业客户
ACE 五金	大部分为加盟店，由当地企业独立经营管理	5366	国内 82%，国外 18%	DIY 客户 8%，专业客户 92%

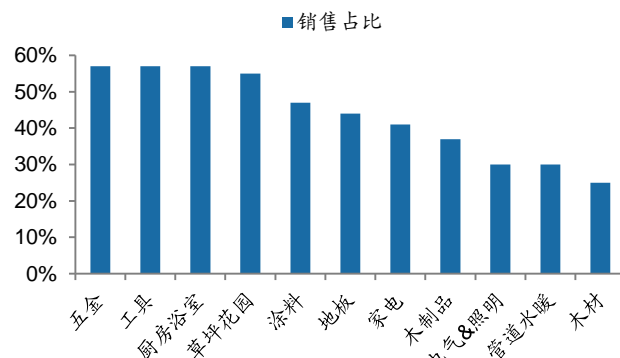
数据来源：Bloomberg，各公司年报，广发证券发展研究中心

图4：2020年美国建材家居行业集中度



数据来源：Bloomberg，公司年报，广发证券发展研究中心

图5：2019年品牌商通过家得宝和劳氏的销售占比



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

表3：家得宝产品分类

分类	细分类	2020 年收入占比	主要产品
建筑材料 (Building Materials)	木材(Lumber)	8.6%	木材和复合材料、围墙栅栏
	水暖(Plumbing)	6.7%	热水器、水暖零件、管道管件、水泵、水龙头、滤水器、排水口
	建筑材料(Building Materials)	6.6%	屋面和排水沟、胶合板、石膏板、玻璃、混凝土、水泥和砖石、脚手架、门窗
	木制品(Millwork)	4.9%	木制品、衣柜门、室内门、车库门、大门

	电气和照明 (Electrical and Lighting)	8.5%	金属丝、发电机、电池、开关和插座、门铃、导管和配件、吊灯、室内照明、手电筒、户外照明
装饰 (Decor)	家电家具(Appliances)	9.0%	冰箱、洗衣机、烘干机、洗碗机、灶具、厨电、热水器、床垫、沙发等
	涂料(Paint)	7.6%	内墙涂料、外墙涂料、木器漆、地坪漆、填缝剂和密封胶、防水产品、油漆工具
	厨房和浴室(Kitchen and Bath)	6.4%	厨房水槽、橱柜、厨具、水龙头和花洒、浴室用品、马桶
	地板(Flooring)	6.2%	瓷砖、地板、地毯
	装饰(Decor)	3.7%	墙面装饰、墙纸、镜子、节日装饰品
五金和工具 (Hardlines)	室内花园(Indoor Garden)	10.8%	植物花卉、园林绿化、割草机、花盆、草坪护理、园艺工具、种子
	工具(Tools)	8.0%	手工具、电动工具
	户外花园(Outdoor Garden)	7.3%	园林绿化、凉亭、凉棚架、泳池、游乐场设备、露台、花盆
	五金(Hardware)	5.7%	家具五金、门窗五金、门控五金、紧固件、锁具

数据来源：家得宝年报，广发证券发展研究中心

表4：劳氏产品分类

分类	细分类	2020 年收入占比	主要产品
建筑材料 (Building Products)	木材(Lumber)	9.3%	木材和复合材料、围墙栅栏
	木制品(Millwork)	5.5%	木制品、衣柜门、室内门、车库门、大门
	管道(Rough Plumbing)	4.8%	管道管件、零件工具
	建筑材料(Building Materials)	4.6%	天花板、混凝土、水泥和砖石、石膏板、排水沟、玻璃、屋面、壁板、楼梯
	照明(Lighting)	3.9%	电灯、商业照明、户外照明、夜灯
	电气(Electrical)	3.3%	电池、电线电缆、发电机、灯座和开关、电源插座和插头、门铃
装饰 (Home Decor)	家电家具(Appliances)	13.5%	灶具、洗碗机、冰箱、微波炉、油烟机、小家电、洗衣机和烘干机、吸尘器等、床垫、沙发等
	厨房和浴室(Kitchens & Bath)	6.9%	厨房、橱柜、厨具、饮水机、水龙头和花洒、马桶、排气扇等浴室用品
	涂料(Paint)	6.0%	内墙涂料、外墙涂料、木器漆、地坪漆、填缝剂和密封胶、涂刷工具
	地板(Flooring)	5.0%	瓷砖、地板、地毯
	装饰(Decor)	3.9%	壁纸、窗饰、镜子、节日装饰品
五金和工具 (Hardlines)	季节性和户外生活(Seasonal & Outdoor Living)	9.9%	自行车、高尔夫球、滑板、水上运动、运动场等
	草坪和花园(Lawn & Garden)	9.9%	花园装饰、园林绿化、草坪护理、植物花盆、除草剂、灌溉、花园软管
	工具(Tools)	6.0%	手工具、电动工具、脚手架、梯子
	五金(Hardware)	5.2%	门窗五金、紧固件、家具五金、锁具、保险箱、衣架
其他(Other)		2.3%	图书、游戏用品、服装等

数据来源：劳氏年报，广发证券发展研究中心

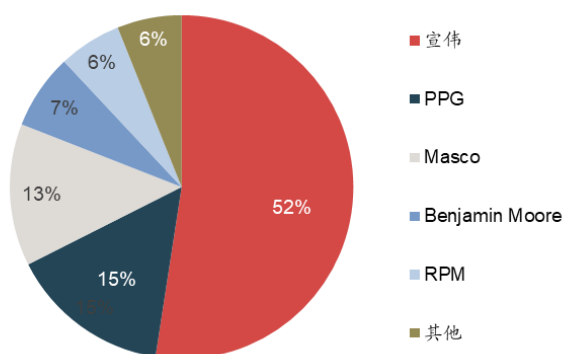
为什么大型卖场渠道在美国能够崛起成为主流？家得宝与劳氏是全国性的家装建材连锁超市，门店遍布全美，均采用超级大卖场形式提供丰富的建材家居产品，涵盖建筑材料、家居装饰、五金工具等几乎所有建材家居品类，满足客户一站式购物需求，核心竞争优势是低成本。从20世纪八九十年代开始，渠道商崛起逐渐挤压商品

品牌商渠道有其时代背景：一是美国从新房市场步入存量房市场，建材产品需求主要为更新改造需求，一方面需求C端化且DIY仍占相当比例助力零售商的崛起，大型建材商超符合美国人采购习惯，另一方面更新改造需求相较于新房需求更加分散、多元化、单值更低，适合一站式采购；二是美国劳动力成本上升使得建材家居等中低端制造业向发展中国家转移，大型零售商具备供应链采购成本优势；三是美国建材家居产业逐渐成熟，大型零售商的发展也一定程度上推动行业规则透明化，产品加价率信息更加透明，直营或经销门店很难通过信息不对称获取高加价率，规模较小、员工成本却不断攀升，使得直销或经销门店盈利承压。

虽然渠道商强势，但仍有不少单品跑出（涂料、铺地材料、五金工具、卫浴、床垫），这些单品有几个特点：一是市场规模大，做单品也有足够的空间发展，如美国建筑涂料市场规模约120亿美元，美国室内铺地材料市场规模约270亿美元；二是生产过程中人工成本不高，制造端仍然在美国，如人工成本较高的软体家具已经没有大公司，人工成本较高的产业都被转移到发展中国家；三是有品牌效应，比如涂料、床垫、卫浴产品等功能属性强，消费者会关注品牌，因此商品品牌商对消费者和渠道商都具备一定的议价能力；四是具有强施工属性，典型的如建筑涂料、铺地材料防水等行业，下游采购商（比如专业承包商）需要商品品牌商的专业指导。

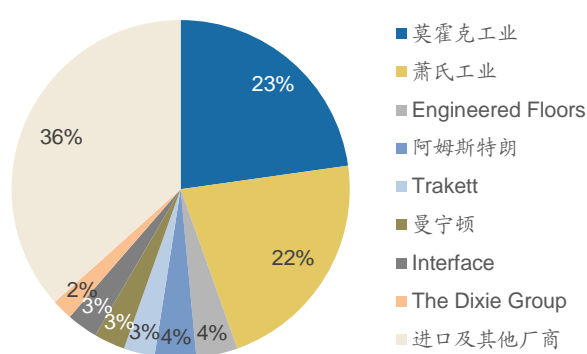
美国在强势渠道商横向整合和部分跑出的单品纵向整合下，建材市场集中度非常高，实现了高效整合。

图6：2018年美国建筑涂料行业格局



数据来源：公司年报，Coating World，Bloomberg，广发证券发展研究中心

图7：2018年美国室内铺地材料双寡头格局



数据来源：公司年报，Floor Focus，广发证券发展研究中心

2. 日本在地产黄金期诞生出不少建材家装中心，商品品牌商跑出需要国际化

受美国影响，日本在20世纪60年代以来涌现出不少家装中心，日本的家装中心体量普遍不大，这个和日本人口总量、居住面积、生活习惯有关。和美国相似，相较于本土品牌商，渠道商更加发达。除了上述在美国部分分析的几点原因外，日本严重的

老龄化是重要影响因素，日本深度融入国际化分工，中低端的加工制造业都转移到海外。相较于美国大国经济，日本本土市场较小，商品品牌商能否跑出需要考验其国际化拓展的能力，为数不多跑出的单品有涂料（立邦和关西涂料）和卫浴洁具（骊住和东陶），这些企业也都是建材企业国际化成功的典型案例，如立邦成功开拓中国市场、近10年通过频频并购推进全球化战略，来源于日本本土的收入已由2006年的84%下降至2020年的20%，国际化的成功也使得其在2015年后超越关西涂料。此外，日本卫浴行业诞生出大公司，和卫浴企业通过深度参与装配式住宅和精装房，日本整体卫浴比例高有关系。

表5：日本建材家居龙头企业

公司名称	成立时间	业务	收入(亿元人民币)	净利润(亿元人民币)	市值(亿元人民币)
LIXIL GROUP 骊住	1949 年	综合建材	881	21	520
NIPPON PAINT 立邦	1899 年	涂料	505	29	1931
NITORI 宜得利	1967 年	建材家居零售	462	59	1323
TOTO 东陶	1917 年	卫浴洁具	371	17	585
CAINZ 家迎知	1989 年	建材家居零售	282	/	/
KOHNAN 港南商事	1978 年	建材家居零售	275	12	77
Komeri 科美利	1962 年	建材家居零售	239	13	82
Kansai Paint 关西涂料	1918 年	涂料	233	13	441
NAFCO	1947 年	建材家居零售	150	7	34
Shimachu 岛忠	1960 年	建材家居零售	86	/	/

数据来源：各公司年报，Bloomberg，广发证券发展研究中心

注：收入和净利润为最新财年数据，市值为 2021/7/9 日数据

表6：日本建材家居大卖场概况

公司名称	创立时间	2020 年营业收入	主营业务
NITORI 宜得利	1967 年	7169 亿日元，约合 417 亿人民币	家居装饰、厨卫用品、新建住宅的整体搭配、旧房屋改造
CAINZ 家迎知	1989 年 3 月	营业额 4854 亿日元，约合 282 亿人民币	家具、装修用品、建材，木材、生活用品、工具部件、涂料、五金工具、户外用品、运动用品、园艺用品、厨卫用品、家电等
KOHNAN 港南商事	1978 年 9 月	4420 亿日元，约合 257 亿人民币	1) HOME CENTER 大型综合仓储式零售超市：以改善顾客居住，生活环境为目的的综合商品，包括 DIY 建材用品、家庭用品、家具、室内装饰品、汽车与休闲用品等。 2) HOME STOCK 小型便利店式零售超市：主营本公司独家开发的「每日廉价」品牌商品。 3) KOHNAN PRO 港南专业超市：主营建材、五金工具、涂料、作业工具、专业工人用品、建筑用品，并提供工具维修以及咨询
KOMERI 科美利	1962 年	3857 亿日元，约合 224 亿人民币	工具、库料仓库、园艺用品、农资用品、生活日用品、室内装饰品、家具、橱柜、床、家用电器、五金、建材、木材、宠物用品、服装、室外用品。

NAFCO	1947 年	2345 亿日元, 约合 137 亿人民币	1) 家具、家居时尚店: 橱柜、厨房用具、生活用品、婚庆用品、文具、床上用品、室内装饰品、普通家具等 2) 家庭中心: DIY 建材产品、汽车用品、宠物用品、园艺用品、户外用品、日常用品、家居用品、室内装饰品等。 3) 综合体商店: 普通家具、室内装饰品、DIY 建材产品、汽车用品、宠物用品、园艺用品、户外用品、日常用品、家居用品等。
Shimachu 岛忠	1960 年	1467 亿日元, 约合 86 亿人民币	1) 家具/室内用品店: 家具、窗帘、地毯、室内装饰品等 2) 家装用品店: 日常用品、园艺用品、宠物用品、木材、五金建材等零售业务。

数据来源: 各公司官网, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

3. 欧洲: 渠道商和商品品牌商共存

欧洲单体国家建材家居需求体量不大, 大企业往往通过国际化拓展(先拓展欧洲其他国家, 再拓展其他洲)打开市场空间, 诞生了不少优秀的建材企业, 渠道商和商品品牌商共存。和美国相似, 欧洲的渠道商发达, 国家众多但大都文化同根, 欧洲拥有相当数量的具备一定规模的家装中心, 跑出的单品主要为防水、涂料、石膏板、五金工具等。

表7: 欧洲建材家居龙头企业

公司名称	成立时间	业务	收入(亿元人民币)	净利润(亿元人民币)	市值(亿元人民币)
IKEA 宜家	1943 年	家居零售	3134	/	/
B&Q 百安居	1969 年	建材家居零售	1091	52	689
Sika 西卡	1910 年	防水等建材	579	61	3096
GEBERIT 吉博力	1874 年	排水系统、卫浴	220	47	1798
HENKEL 汉高	1876 年	装饰用粘合剂、化妆品	1516	111	2762
AkzoNobel 阿克苏诺贝尔	1994 年	涂料	672	50	1503
伍尔特	1945 年	五金、工具	1135	47	/
圣戈班	1665 年	石膏板等建材	3002	36	2331
亚萨合莱	1994 年	智能锁和安防产品	659	69	2228
卡莱股份	1917 年	防水等建材	293	22	648
索普瑞玛	1908 年	防水等建材	30.8 亿欧元(2019 年)	/	/
ADEO 安达屋集团	1923 年	建材家居零售	213 亿欧元(2019 年)	/	/
OBI 欧倍德	1970 年	建材家居零售	68 亿欧元(2019 年)	/	/

数据来源: 各公司年报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 索普瑞玛、安达屋、欧倍德收入和净利润为 2019 财年数据, 其余公司为最新财年数据, 市值为 2021/7/9 日数据

中国目前的C端市场不具备诞生大型零售商的土壤，但可将大型零售商的思路复制到B端，寻找B端产品集成型公司。不同于美国建材渠道商（家得宝、劳氏等）的强势，中国市场未诞生大型零售商，家得宝、百安居等在欧美强势的零售商在中国也接连败北，家得宝2006年以1亿美金收购世界家居12家建材超市进入中国，2007年8月在北京、天津、西安、郑州、沈阳、青岛等城市开业12家门店，2009年开始陆续停业，2012年退出中国，家得宝的退出和红星美凯龙、居然之家的商业地产模式成功说明中国目前的C端市场不具备诞生大型零售商的土壤，原因可能有几点：一是中国制造业发达，而且商品品牌发展较成熟，品牌厂商都有独立的经销商体系，成功的渠道品牌（比如红星美凯龙）采用商业地产的模式，与商品品牌的经销商渠道和谐共存，而家得宝的买断模式破坏现有商品品牌和经销商的利益；二是中国目前仍以新房市场为主，B端属性，存量房更新改造需求还未起量，整体零售市场未达稳态；三是相较于美国存量房（house）分散和个人DIY多元化的需求，中国新房（高楼层）对建材家居需求更加集中且品类不多，一站式采购的优势相对没那么明显；四是中国没有DIY习惯，C端建材很大一部分由工长或家装公司采购，他们已经和品牌商或经销商建立起密切的合作，且建材市场存在返点返利等不透明的规则，大卖场透明的标价和规则在中国水土不服。中国目前的C端市场不具备诞生大型零售商的土壤并不意味着中国诞生不了大型产品集成型的渠道商，可将大型零售商的思路复制到B端，寻找B端产品集成型公司。

如何寻找B端产品集成型公司？跳出美日欧这些建材家居大卖场的零售属性，我们试图寻找这些优秀的平台型公司的共性：一是产品种类丰富，能够满足多场景一站式采购需求。2020年家得宝和劳氏SKU分别为3.5万和3.6万种，家得宝线上sku超过100万种，围绕房屋建设、家庭装修、家居装饰、草坪花园、户外生活等建材家居所有场景提供一系列产品，满足目标客户（DIY、DIFM、专业承包商等）一站式采购需求，产品包括自主品牌和市场主流品牌。二是下游需求和客户分散，但公司有稳定的高频采购客户，客户有忠诚度，有一站式采购需求。三是公司通过建立起全流程高效率管理，包括供应链管理、物流运输、采购和库存管理、施工指导和售后服务管理等，能带来全渠道成本下降。

（三）坚朗五金：始于建筑五金，定位建筑配套件集成平台，市场空间广阔

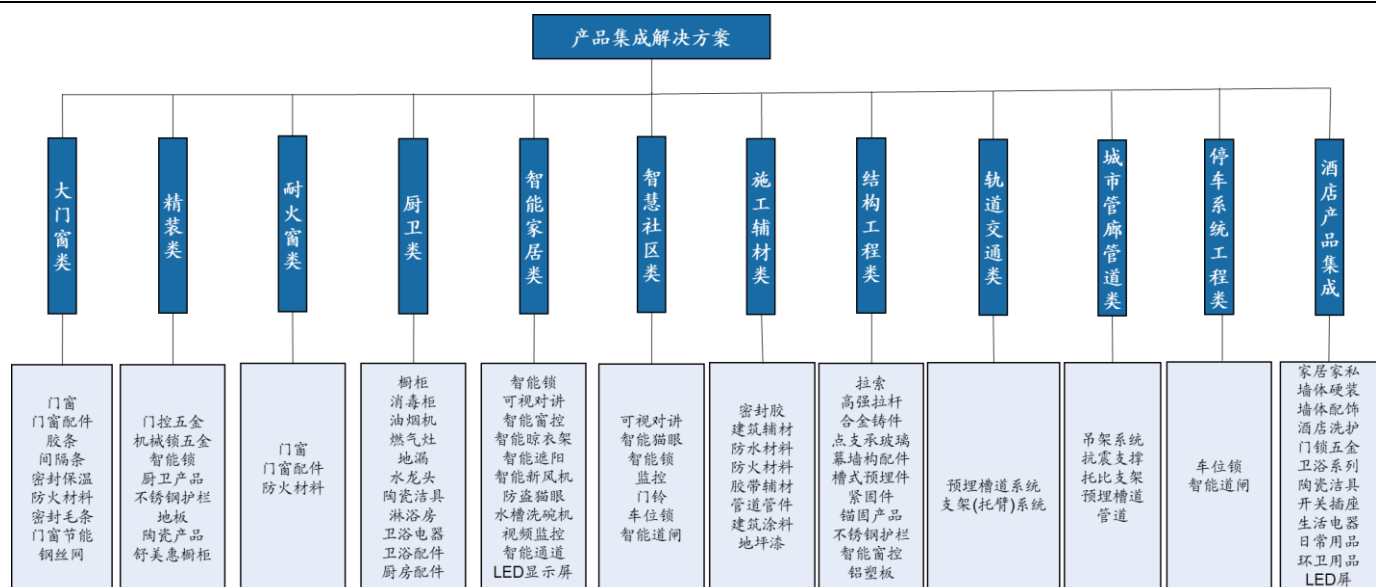
1. 从建筑五金转向建筑配套件平台，市场空间广阔

坚朗五金以传统建筑五金起家，定位建筑配套件集成平台，持续扩品类、提份额，平台型公司显现。公司以传统建筑五金（门窗五金、点支承玻璃幕墙构配件、门控五金系统、不锈钢护栏构配件等）起家，产品广泛应用于房地产、飞机场、地铁站、火车站、地下管廊等类建筑，近年来在原有品类基础上，加大投入或新进入智能家居、智慧社区、厨卫及精装房类产品、城市管廊管道、轨道交通、酒店产品等领域，基本可满足公共建筑、商业建筑、房地产、地铁、机场、管廊等各类建筑五金的订单一站式采购需求，初步形成以建筑五金为核心的建筑配套件集成供应商的战略布局，

2016年公司大品类仅为13个，2020年公司大品类110多个，新品类100多种，产品种类持续扩张，平台型公司雏形显现。持续扩张的新品类为公司提供新的增长点，传统五金收入占比从2016年的92.4%下降至2020年的70.8%，收入复合增速为17.5%，延伸产品收入占比从2016年的7.6%上升至2020年的29.3%，收入复合增速为76.1%，延伸产品收入增速大幅超越传统建筑五金，新品类持续放量带来公司增长中枢上移。

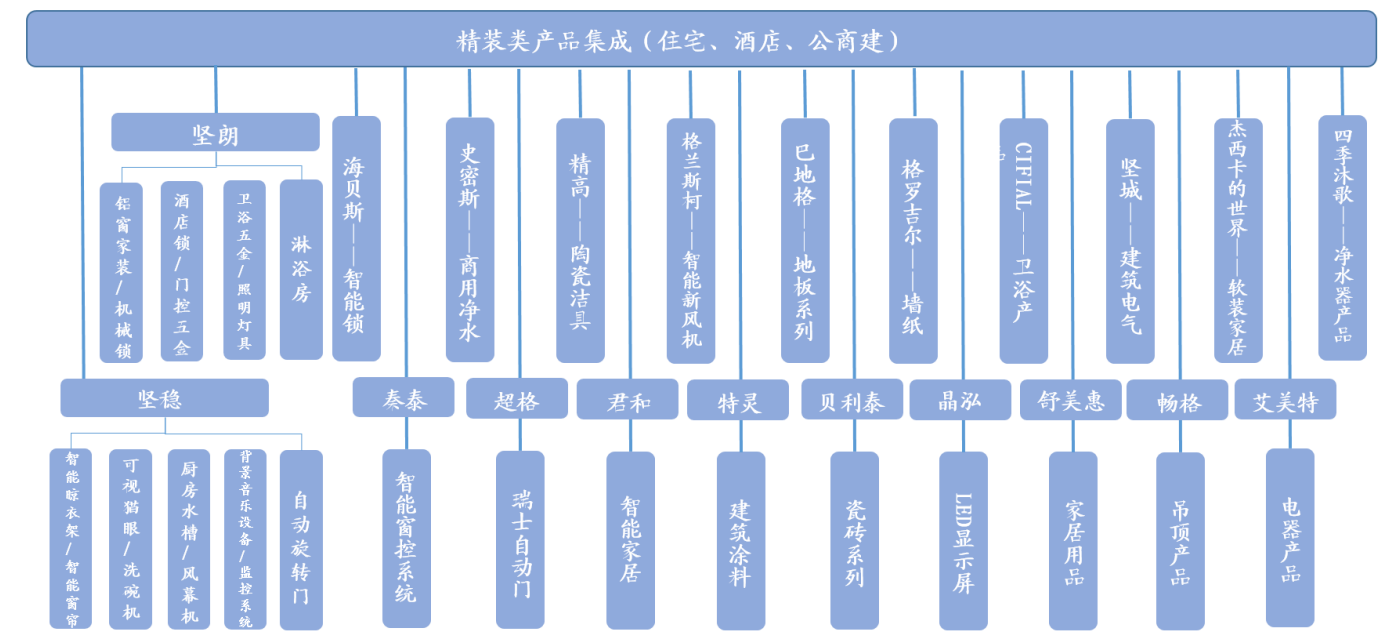
公司通过产品集成方式扩张品类，以建筑某一场景为中心，满足一站式采购需求。以公司精装类产品集成为例，公司围绕精装场景（包括住宅、酒店和公商建），供应包括建筑五金、智能锁、净水、陶瓷洁具、地板、新风机、卫浴产品、净水器、电器、瓷砖、涂料、吊顶、软装家居等几乎场景内所能用到的所有产品，可以满足精装类产品一站式采购需求。

图8：坚朗五金产品体系



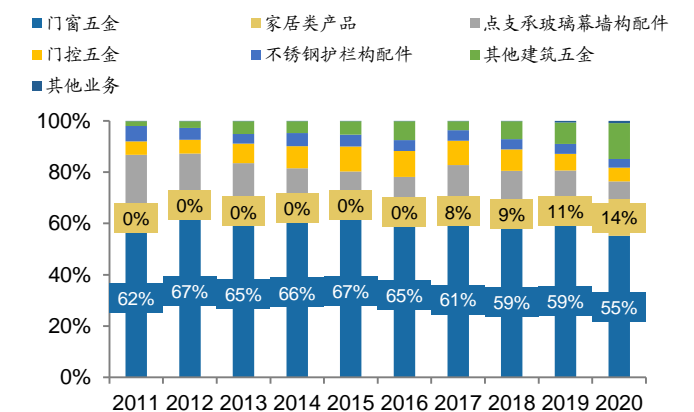
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图9：坚朗五金精装类产品集成



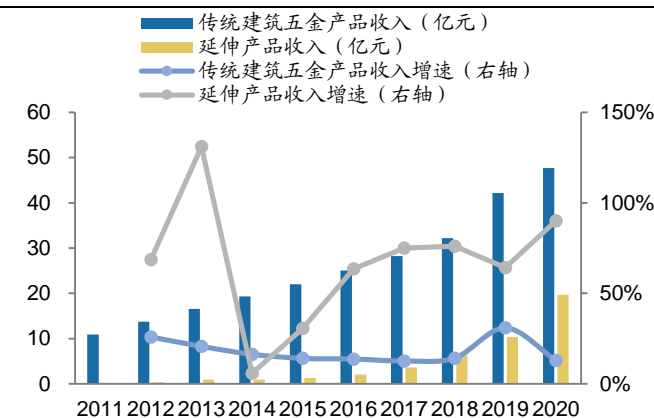
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图10：坚朗五金产品结构



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图11：坚朗五金传统五金和延伸产品收入增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司通过参股和战略合作快速扩品类，率先拓展和现有模式存在互补和高度协同的品类，形成严密的产品矩阵。公司产品体系分为三种，一是坚朗旗下品牌，主要为最核心的建筑五金产品，如坚朗、坚宜佳、特灵、海贝斯、春光、新安东等；二是坚朗参股品牌，主要为管道管件、自动门、高强螺栓、防火板、LED显示屏等和建筑五金行业强相关的产品；三是坚朗战略合作品牌，主要为几个外资五金品牌和软装家具、饮用净水器、瓷砖、防水材料、地板等与建筑五金行业弱相关的产品。建筑五金几乎在所有建筑场景都有应用，公司是国内建筑五金龙头企业，基于传统的建筑五金利基市场，致力于提供建筑配套件一站式采购方案，率先拓展和现有模式存在互

补和高度协同的品类,对于强相关的产品,公司会直接通过控股或参股方式去拓展,对于部分新产品,公司先和产品方签订战略合作协议去销售,战略合作的品牌方往往在产品、品牌、服务等方面具备领先优势,通过公司直销渠道销售达成共赢,公司经过市场推广后观察销售情况,对于其中发展前景较好、反馈较好的产品,公司会优先考虑股权合作进一步加强这些产品。新产品的拓展主要是客户需求主导,凭借公司完善的直销渠道,每个销售每个月针对客户需求提出建议,公司针对一些共性的需求建议去拓展新的产品,一方面对客户形成正向反馈,另一方面在不断试错下形成严密有效的建筑配套件产品矩阵,重点产品最终都会采用自有和参控股方式保证核心市场的控制力。

图12: 坚朗五金品牌

坚朗旗下品牌					坚朗参股品牌				
KIN LONG 坚朗 ——为了改善人类居住环境	Kinex 坚宜佳 ——建筑·家居·门窗五金	Zenite 特灵	坚稳 GIVEN	精高 PRECISO	HBS 海贝斯 智能门锁	gemvary 君和睿通 ——门窗·幕墙·五金·五金	美盛 ——建筑·家居·五金·五金	DOOR 道尔 ——建筑·家居·五金·五金	金鹏管道 ——建筑·家居·五金·五金
新安东 ——SINCE 1962 安全环保的密封系统	GTI 香港·泰国 智能窗控·遮阳系统	春光间隔条 CHUNGUANG SPACER	LIFPROT 家适特防火材料	TODN 塔奥帝诺 欧洲经典元素五金	GRIWIND 格兰斯柯 智能遮阳·遮阳·遮阳	xingao 信高 ——门窗·幕墙·五金·五金	H/Z 嘉翔螺栓 JIA XIANG BOLTS	SNADELL ——建筑·家居·五金·五金	PAD 上海·南京·科技 ——自动门·旋转门·
特灵特	格罗吉尔 Grogel	智瑞星 Z-RAYKIN	舒美惠 家居用品	斯飞奥 CIFIAL 百年传承·欧洲品牌	豪格诺森 厨具用品	YUJIAN TUBE INDUSTRY 通达管业	...	...	...
畅格 吊顶产品	Honesmand 坚诚电气	Langgu 朗固 文具用品	朗石 建筑涂料	...	...	...	...	...	...

坚朗战略合作品牌				
maico 奥地利·德国五金系列	tepim Life in evolution 意大利·德国五金	GILZEN DOOR SYSTEM 瑞士·德国五金	tremco ilbruck 门窗·幕墙·五金·五金	BATIC 巴地格·地板
belite Where excellence lives 贝利泰 出口·德国·五金·五金	凯虹 防水·卷材·防水·涂料	Hagen Grotte 厨具用品	Protecta ——建筑·家居·五金·五金	JESSICA'S WORLD 杰西卡·世界 ——建筑·家居·五金·五金
艾美特 浴霸·换气扇	micoe 四季沐歌 ——建筑·家居·五金·五金	Tiandy 视界·世界 ——建筑·家居·五金·五金	...	...

数据来源: 公司官方微信公众号, 广发证券发展研究中心

表8: 坚朗五金品牌和对产品

坚朗旗下品牌	主营产品	坚朗参股品牌	主营产品
坚朗五金	建筑五金	君和睿通	可视对讲、智能家居、物联网
坚朗精密制造	建筑五金、机械锁	美盛	硅酮密封胶
坚宜佳	钢结构产品、门窗配件、辅材工具、工程配件、智能家居	道尔	软件、停车场/一卡通管理系统
海贝斯	智能锁	金鹏管道	排水、燃气管道
特灵	密封毛条、安全防护用品、建筑胶带	快螺	紧固件
新安东	密封条	晶泓科技	LED 显示屏
智能泰泰	智能窗控、遮阳系统	信高	工程建筑用隔热条
春光	间隔条	嘉翔螺栓	紧固件螺栓
莱法特	防火材料	史耐尔电气	开关
塔奥帝诺	门窗五金	上海乘方科技	自动门、旋转门
		普赛达	密封、粘接胶
		阿路美格	防火芯材、防火金属复合板

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

特灵特	金属丝网	慧洁管业	塑料管材、管件
格兰斯柯	智能新风机	坚朗战略合作品牌	主营产品
坚稳	智能监控、智能晾衣架、智能可视猫眼	MACO	奥地利U槽五金
		fapim	意大利铝门窗五金
精高	卫浴陶瓷	超格	瑞士自动门系统
格罗吉尔	地垫、墙纸	tremcoillbruck	门窗节能安装系统
智瑞坚	智能锁	SHEFFIELD 钢盾工具	工业级工具解决供应商
舒美惠	家居用品	贝利泰	瓷砖
斯飞奥	卫浴产品	BATIC	地板
豪格诺泰	厨具用品	凯虹	防水卷材&防水涂料
畅格	吊顶	Hagen Gnote	炊具
朗固	文具	Protecta	防火封堵系统
朗石	建筑涂料	唯传科技	物联网
坚朗泰泰	智能窗控	杰西卡的世界	软装家具
坚果智能科技	智能楼宇、五金	艾美特	浴霸、换气扇
坚朗照明科技	户外园林景观照明和建筑亮化照明	四季沐歌	饮用净水器
坚朗宁波科兴	化学锚栓	Tiandy	监控系统、摄像头

数据来源：公司官方微信公众号，广发证券发展研究中心

公司定位于建筑配套件集成供应商，目标市场空间过万亿元，公司小巨人产品众多，新产品有望持续放量。（1）传统建筑五金是一个具备长久生命周期的行业，市场规模超千亿，公司市占率仍不高。建筑五金作为现代建筑的关键部件，在城镇化建设具有较强的稳定性及不可替代性，是一个有着长久生命周期的行业。一方面，城市化进程不断推进，精装房、大型公共基础建设等需求不断增长，进一步催生上游建筑五金的需求，为建筑五金带来持续的市场需求和空间；另一方面，随着既有建筑存量规模的扩大和节能环保重要性的提升，既有建筑的修缮和节能改造也逐步显示出巨大的市场，带动其上游建筑五金行业的扩张。根据我们在2020年12月9日发布的报告《广发证券坚朗五金深度报告：竞争力突出、平台型的建筑配套件集成供应商》，测算中国传统建筑五金市场规模为1180亿元，集中度很低，公司为国内建筑五金龙头，市占率不足5%，且国内无相当规模的竞争对手，未来份额提升空间很大。（2）近年来公司持续拓展新品类，建筑配套件目标市场品类众多、总规模超万亿，公司小巨人产品众多，持续跑出单品冠军。几个市场规模较大的产品有智能锁500亿元、智能监控千亿以上、防水2000亿、建筑陶瓷和卫浴陶瓷4000亿、建筑涂料及基辅材1500亿、管道管件1600亿元等等，除这些市场规模较大的产品外，有众多如间隔条、密封条等几十亿规模的小赛道，且智能锁、智能家居产品等公司重点拓展的部分新品类近年渗透率持续上升，市场规模持续扩大，公司目标市场总体规模超万亿，且仍有增长空间。公司持续扩张新品类，打开成长空间。具有较大潜力的小巨人产品众多，如智能锁、新风、净水等产品，目前坚朗海贝斯在智能锁领域已经成为工程市场第一，基于公司的品类拓展能力、渠道布局、销售能力，我们看好公司跑出更多细分赛道的单品冠军。

表9：坚朗五金布局产品市场空间

	行业	市场空间(亿元)	坚朗品牌	品牌性质	进入年份
五金产品	传统建筑五金(门窗五金、门控五金、点支承玻璃幕墙构配件、不锈钢护栏构配件)	1180	坚朗、坚宜佳、特灵、塔奥帝诺	自有和控股	2003
	智能锁	500	坚朗海贝斯、智瑞坚	自有和控股	2012
	智能监控、智能可视猫眼、监控系统、摄像头	1000+	坚稳、Tiandy	自有和控股、战略合作	2017(坚稳)
	可视对讲		君和睿通	参股	2016
	化学锚栓	/	宁波科学	自有和控股	2016
	密封条	25	新安东	自有和控股	2016
	间隔条	/	春光	自有和控股	2016
	智能晾衣架	30	坚稳	自有和控股	2017
	智能窗控、遮阳系统	/	智能泰泰	自有和控股	2016
	紧固件螺栓	/	嘉翔螺栓	参股	2020
	自动门、旋转门、超格	/	上海乘方科技	参股、战略合作	2021(参股)
	浴霸、换气扇	40	艾美特	战略合作	2020
	道闸	/	道尔	参股	2019
延伸产品	智能新风机	100	格兰斯柯	自有和控股	2018
	建筑涂料及基辅材	1500	朗石	自有和控股	/
	吊顶	240	畅格	自有和控股	2020
	防火材料、防火芯材、防火金属复合板	1500	莱法特防火材料、阿路美格	自有和控股、战略合作	2018(莱法特) 2021(阿路美格)
	橱柜	1200	舒美惠	自有和控股	2019
	炊具	200	豪格诺泰	自有和控股	2019
	卫浴陶瓷	770	斯飞奥、精高	自有和控股	2018(精高)
	户外园林景观照明和建筑亮化照明	1000+	坚朗照明科技	自有和控股	2020
	地垫、墙纸	500	格罗吉尔	自有和控股	2019
	管道管件	1600	金鹏管道、惠洁管业	参股	2019(金鹏), 2021(惠洁)
	LED显示屏	650	晶泓科技	参股	2019
	地板	1000	BATIC	战略合作	/
	瓷砖	3100	贝利泰	战略合作	2020
	防水卷材&防水涂料	1500-2000	凯虹	战略合作	/
	物联网	18000	唯传科技	战略合作	2020
	软装家具	2000-3000	杰西卡的世界	战略合作	2020
	饮用净水器	900	四季沐歌	战略合作	2020

数据来源：公司官网，公司官方微信公众号，公司财报，广发证券发展研究中心

2. 相较于国内其他建材企业专注大单品模式，公司集成平台模式能否跑出？

国内建材家居生产企业大多专注一个或几个大单品，通过垂直一体化提升公司份额，从而做大做强；渠道商则采用商业地产的模式，未介入品牌商经销体系；国内在建材家居领域C端和B端均未出现像家得宝、百安居、HDS、伍尔特这样成熟的平台型公司，品类众多且持续拓展的坚朗五金具备平台型公司的雏形。坚朗五金从建筑五金起家，围绕建筑配套件市场持续拓展新品类，通过横向一体化提升公司在建筑配套件整体市场的份额，产品包括传统建筑五金、装修主辅材、智能家居、厨卫用品、管廊管道五金等等，目前有一百多个大品类和一万多个种类，可以满足建筑多场景的一站式采购需求。

坚朗平台模式相较于其他建材企业的大单品模式的优点很明显：市场空间大、增长点多、抗风险能力强；难点在于对新房需求仍占大头的中国，需求集中的大单品领域往往会诞生竞争力很强的龙头公司（如涂料领域的立邦和民族建筑涂料龙头，防水领域的东方雨虹，石膏板领域的北新建材），跨界进入的平台公司在大单品上往往只能布局长尾市场，或其他一些规模较小、需求分散的品类，但这些小赛道数量够多，足以支撑公司规模扩张，但要求企业有强大的管理和经营能力。

和其他建材子行业不同，建筑五金等配套件行业具备平台型公司的土壤。一是五金品类多、订单零散，适合一站式采购，优秀企业凭借强管理和信息化能够构筑效率壁垒；二中国五金行业主要以小B市场为主，小B客户数量众多，未来整个建材行业都仍将以小B为趋势，小B客户更看重产品的质量和多品类采购的便利性（C端客户更看重品牌，大B客户更看重性价比和保供能力，小B客户没有像大B客户一样配备专业的采购团队），没有专业采购团队和小额高频采购特征使得小B客户更加青睐一站式采购平台；三是五金应用场景很多，几乎涉及所有建筑场景，优秀的五金龙头公司通过直销渠道掌握大量客户并建立起较强的客户粘性，直销渠道对新产品的拉力很强，在供应建筑五金的同时，拓展新品类时具备协同效应，成功切入新品类的成功率很高，渠道对新品类的拉力是平台型公司发展壮大的重要条件。

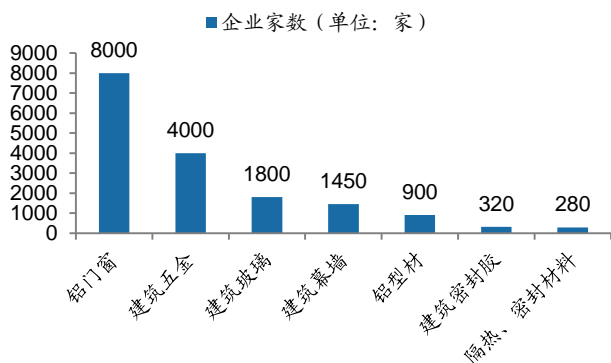
坚朗五金已经具备成为集成平台的基础。（1）从产品端来看，公司基于在建筑五金领域建立的竞争优势，持续拓展新品类，定位建筑配套件集成供应商，坚朗的平台模式可以分解为不同的产品集成方案，围绕大门窗五金、精装、厨卫、智能家居、智慧社区、施工辅材、结构工程、轨道交通、城市管廊管道、停车系统、酒店产品等场景提供一站式采购方案，目前有一百多个大品类和一万多个种类，能够满足多场景的一站式采购需求，且公司正在持续完善产品线；（2）从客户来看，公司主要聚焦工程市场的零散订单，以小B客户为主，抓住未来建材市场的小B化趋势，更易导入产品集成供应方案；（3）公司在国内300多个城市建立了600多个销售联络点（除西藏外所有的地级市都已覆盖，未来还会继续下沉），拥有5000多名直销人员，超3万多个客户，通过完善的产品体系和精细化服务建立起客户粘性，基于已有的渠道和客户，公司在建筑五金的优势地位和五金在建筑几乎全场景的应用，有望形成产品、渠道和客户的共振，新品类放量可期；（4）公司凭借强管理和信息化构筑起高效率壁垒（在下文会详细分析），能够满足全品类高效供应需求。

二、坚朗做的是一门好生意

（一）离散和服务带来高毛利和现金流

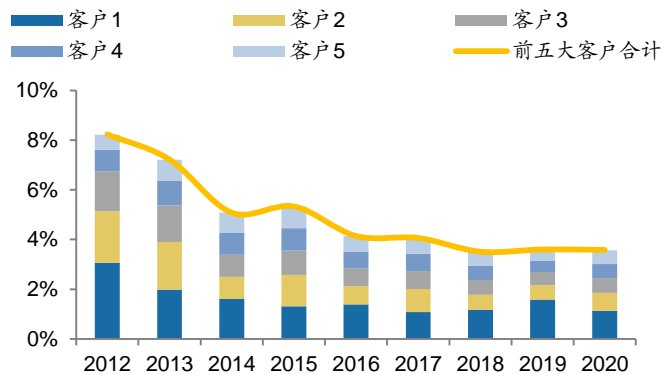
公司聚焦订单离散的建筑配套件产品，拒绝大宗建材。（1）传统建筑五金sku多，订单零散。建筑五金作为基础建材广泛应用于各类建筑结构中，包含门窗五金、门控五金、点支撑玻璃幕墙构配件、不锈钢护栏构配件、水暖五金等，sku很多。建筑五金行业下游包括房地产、机场、地铁站、火车站、地下管廊等建筑，由于建筑五金属于辅助性、配件性制成品，终端客户一般不直接采购，直接客户多为门窗公司、幕墙公司、装饰公司、工程公司和施工队等，加上五金使用场景分散，在建筑施工全流程都有使用，下游客户十分分散，呈现高频低量多品类采购的特征。根据中国幕墙网，2020年有资质的铝门窗、建筑幕墙、铝型材企业数量分别为8000、1450、900家，考虑到无资质的企业数量将更多，坚朗五金2014年门窗五金客户数量就达8463家，单客户平均销售金额仅15.84万元，下游客户高离散一方面决定建筑五金行业也较离散，2020年建筑五金企业数量达4000家，行业竞争激烈，集中度低，低端市场企业规模较小、品牌意识薄弱、产品技术含量低、同质化严重，外资品牌和坚朗等为代表的国内外竞争者聚焦中高端市场；另一方面也使得竞争力较强的五金企业具备较强的下游议价能力。公司聚焦零散订单，凭借强大的竞争力在提升市场份额的同时，拥有较强的议价能力，和大B占比较高的建材企业相反。（2）对于延伸产品，公司同样专注零散订单，拒绝大宗建材。公司从传统建筑五金产品延伸众多新品类，新品类大多和现有品类互补或高度协同，如智能锁、自动门、密封条、紧固件螺栓等，大多也都呈现高度分散的格局。公司拒绝大宗建材（铝材、玻璃、石膏板等），所谓大宗建材，主要是具备资源属性、工程量大的产品；对于瓷砖、防水、涂料和管道等工程量较大的类大宗产品，公司有切入，但这些产品生产门槛低、行业空间大且分散，公司暂不做头部竞争，主要面向长尾市场，保障各场景集成化供应（如精装、酒店等）。

图13：2020年中国门窗幕墙行业企业数量



数据来源：中国幕墙网，广发证券发展研究中心

图14：坚朗五金前五大客户占比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 10: 坚朗五金单品价值量及单客户销售金额低

产品平均单价 (元/套)	2012	2013	2014
门窗五金系统	52.37	50.79	51.1
门控五金系统	109.09	102.06	102.89
点支承玻璃幕墙构配件	219.44	207.35	209.69
不锈钢护栏构配件	112.3	105.55	106.87
客户数量 (个)	2012	2013	2014
门窗五金系统	6,820	6,979	8,463
门控五金系统	2,365	2,820	3,664
点支承玻璃幕墙构配件	1,792	2,361	2,088
不锈钢护栏构配件	719	654	742
营业收入/客户数量 (万元/个)	2012	2013	2014
门窗五金系统	13.90	16.21	15.84
门控五金系统	3.21	4.68	4.78
点支承玻璃幕墙构配件	15.95	14.00	14.87
不锈钢护栏构配件	8.97	9.94	13.90

数据来源: 坚朗五金招股说明书, 广发证券发展研究中心

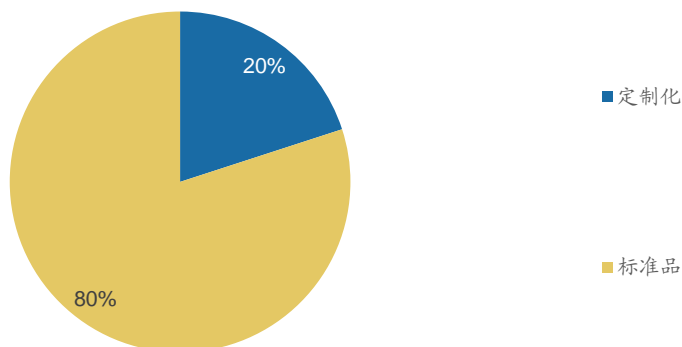
表11: 建材行业均较分散

子行业	最大企业	最大企业收入 VS 市场空间 (人民币亿元)	CR1	CR3
防水	东方雨虹	217/ 2000	10.9%	21.4%
建筑涂料	立邦中国	140/ 1800	7.8%	14.9%
瓷砖	马可波罗	109/ 3100	3.5%	8.7%
木地板	大亚圣象	73/1000	7.3%	12.8%
管道	中国联塑	281 / 1600	17.5%	25.1%

数据来源: 国家统计局, 公司财报, 广发证券发展研究中心

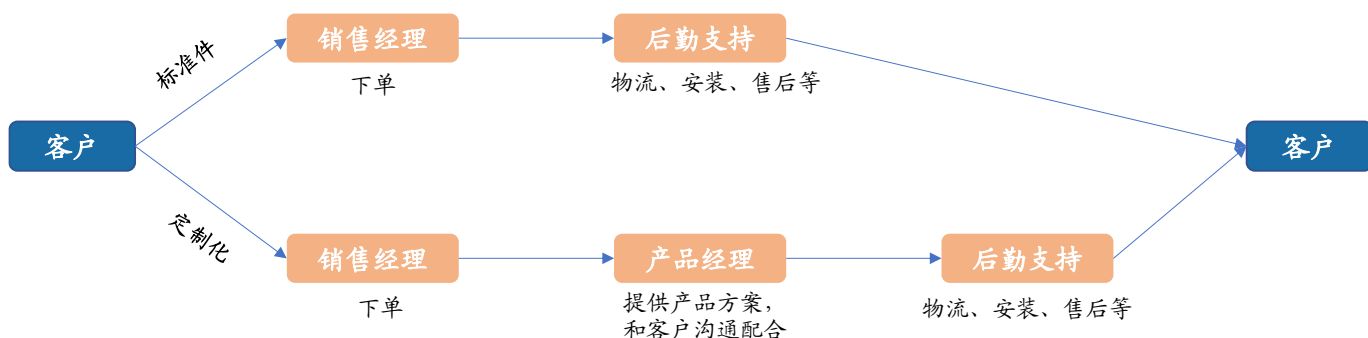
建筑配套件业务流程复杂, 需要较强的售前、售中、售后服务, 体现在产品定制化、物流仓储和安装、售后保障等。配套件种类繁多, 客户除直接采购通用件外, 也会有一些个性化的定制需求, 如坚朗目前有20%定制化、80%标准化产品, 定制保证客户的粘性, 标准化产品贡献大头利润。轻定制类包括根据客户喜好对不同产品属性进行组合、对原有的产品进行局部调整, 高定制产品主要是根据客户需求重新设计产品, 这些都需要公司提供定制化服务。除定制化服务外, 很多产品都需要安装服务(如电子锁、淋浴房五金)、物流仓储和售后服务等。坚朗在售中售前售后都有一个比较完整的作业指导手册, 将工作量化, 公司的销售体系分为三条线(类似华为的铁三角理念), 一是客户线, 客户经理专门负责开发和维护客户; 二是产品线, 产品经理针对客户的需求提供产品方案; 三是后勤支持线, 负责仓储、物流、安装、售后等, 团队各司其职, 能够精准化、专业化地满足客户需求。

图15: 坚朗五金2020年标准件和定制件产品占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图16: 坚朗五金产品销售服务流程



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

离散和服务是高溢价的基石, 保证高毛利和现金流。和其他消费建材行业龙头公司相比, 坚朗五金毛利率处于较高水平, 原因一是建筑五金行业特点即下游客户和需求离散所致, 一般而言离散市场毛利率会高于量大的集采市场, 因为厂商对下游(客户规模相对小、小件采购对价格相对没那么敏感)的议价能力相对更强; 二是建筑五金需要较多的售前售中售后服务, 服务会带来一定的增值和客户粘性。同时坚朗五金经营现金流处于中等水平, 主要系公司几乎都是B端客户(以小B为主), 会受到地产商融资政策直接或间接冲击, 且采用直销模式, 回款相较于C端经销有一定的劣势, 但明显好于大宗集采的B端(大B); 2020年现金流有所恶化, 主要受地产行业整体融资政策的影响。整体来看, 公司在获得高毛利的同时保持较好的现金流。

消费建材行业有两种生意模式, 一是大宗集采的生意, 容易上量, 但毛利较低、现金流也较差, 二是离散的生意, 毛利高、回款好, 但管理难度大; 坚朗选择了后者, 用高效的管理构筑了稳固的护城河(第三章将详细分析)

表12: 建材公司毛利率和现金流

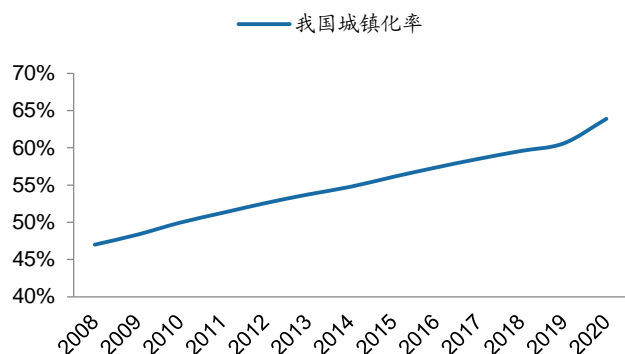
		B 端/C 端占比	毛利率		经营性现金流净额/净利润	
			2019 年	2020 年	2019 年	2020 年
建筑五金	坚朗五金	100%/0%	40%	39%	141%	58%
瓷砖	帝欧家居	60%/40%	36%	30%	48%	5%
	蒙娜丽莎	40%/60%	39%	34%	213%	102%
	东鹏控股	40%/60%	36%	32%	119%	158%
塑料管道	中国联塑	60%/40%	29%	30%	175%	76%
	永高股份	80%/20%	26%	26%	167%	139%
	伟星新材	45%/55%	46%	43%	91%	113%
石膏板	北新建材	30%/70%	32%	34%	435%	61%
建筑涂料	三棵树家装漆	0%/100%	54%	52%	/	/
	三棵树工程漆	100%/0%	45%	42%	/	/

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(二) 专注工程小 B 市场, 符合中国土壤

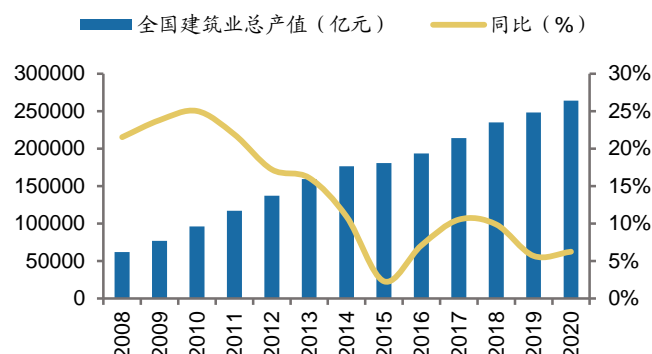
公司专注工程小B市场, 有几个优势: (1) 中国目前仍是新房市场为主, 根据第七次全国人口普查结果, 2020年我国常住人口城镇化率63.89%, 距离发达国家的75%水平线仍有较大空间, 城镇化率仍将持续推进, 未来较长时间仍将以新房需求为主, 随着精装房渗透率持续提升, 新房的建材需求将以B2B市场为主; 即使是存量房更新改造和毛坯房, 由于中国城市住宅以高楼层商品房为主, 中国DIY文化也不流行, 对于主体翻新、室内硬装这些施工属性强的部分, 也将是小B主导; 考虑到长期来看新房市场往存量房市场转变, 未来中国的趋势是小B主导, 公司专注工程小B市场符合行业发展大趋势。(2) 小B客户具备一站式采购需求, 小B市场更容易诞生平台型公司。建筑配套件客户以小B为主, 小B客户数量众多、分布广泛, 小B客户更看重产品的质量 and 多品类采购的便利性, 小B客户没有像大B客户一样配备专业的采购团队, 且具备小额高频采购特征, 使得小B客户更加青睐一站式采购平台, 公司作为建筑配套件集成供应商, 能够满足小B客户一站式采购需求, 业务起量快。(3) C端传统建筑五金市场 (不包括电子锁等带有消费属性的高端五金件) 品牌意识薄弱、需求种类少 (多为标准品), 以技术含量低、同质化产品为主, 竞争十分激烈, 利润率低; 而工程市场对产品质量要求高、需求种类多、有定制需求、有一定的品牌意识, 中高端五金产品在B端空间更大、且能够获得一定的溢价, 公司自成立以来就定位中高端五金市场, 工程小B市场更符合公司定位。

图 17: 2008 年-2020 年中国城镇化发展



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图 18: 2008 年-2020 年我国建筑业总产值及增速

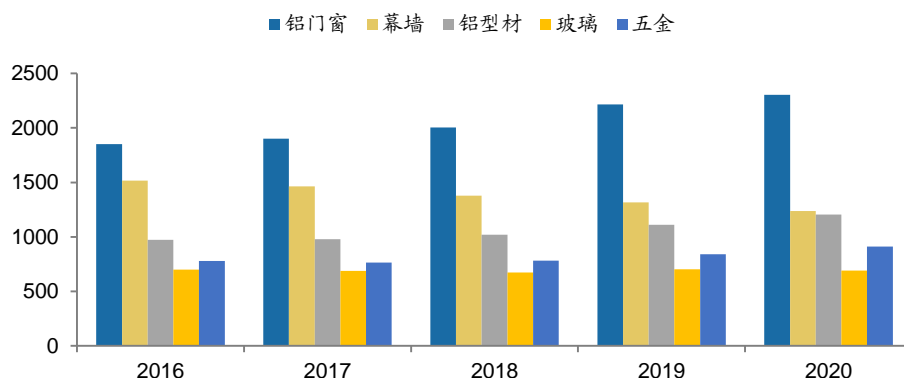


数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

(三) 产品集成化, 实现全品类高效供应, 销售多点开花

建筑配套件具备多品类低价值的零散订单特征, 行业痛点是解决一揽子产品的供应和服务问题。以门窗五金为例, 直接采购者多为门窗幕墙企业、施工队等, 需采购的五金辅材品类众多, 有些品类还需要定制, 且五金件价值量低、占成品价值比例不高, 如坚朗五金销售占比最大的门窗五金系统2014年平均单价仅51元/套, 对应的客户数量8463家, 单客户平均销售金额仅15.84万元, 另根据中国幕墙网数据, 2020年铝门窗和幕墙产值分别约为2300和1240亿元, 主材是铝型材和玻璃等, 五金辅材产值仅占门窗幕墙产值的25%。和门窗五金一样, 其他建筑五金也都具备多品类低价值的零散订单特征, 因此对这些客户而言, 最大的痛点就是如何在保证性价比的同时实现高效全品类采购。除建筑五金具备“多品类低价值的零散订单”特征外, 工程市场仍然存在较多的采购场景满足这一特征, 如中小酒店采购酒店产品、中小地产采购精装房材料、装饰公司采购装修材料时无法通过集采议价, 大多为多品类低价值高频采购, 具有一站式采购需求。

图 19: 2016-2020 年门窗幕墙产值 (亿元)



数据来源: 中国幕墙网, 广发证券发展研究中心

全品类高效化供应满足客户一站式采购需求，有利于提升客单价、多点开花。对供应商而言，针对客户需求场景提供全品类供应，解决客户一站式采购需求，销售多点开花，提升客单价和销售额。坚朗从建筑五金起家，持续拓展品类，定位建筑配套件集成供应商，大品类数量从2016年的13个增加到目前的110多个，围绕多个场景形成丰富的产品线，如大门窗类集成、精装类集成、工程集成、轨道交通集成、酒店集成，能够满足客户一站式采购需求，实现多品类销售放量。

图20：坚朗云采工具馆、生活馆、酒店产品、电工电气馆



数据来源：坚朗云采微信小程序，广发证券发展研究中心

三、坚朗核心竞争力是什么？——强管理带来的高效率

（一）系统的竞争优势——核心是高效率

坚朗做的是工程零散订单，需要提供一定的服务，通过产品集成的方式解决全品类供应问题，这种模式最大的难点在于全流程的效率，这也是坚朗甩开竞争对手最大的优势，公司在销售端-生产端-交付端全流程都是高效率的，构筑了高效率的壁垒。

1. 销售渠道变革：采用直销模式，持续拓展和下沉渠道，坚朗云采打通线上线下

坚朗五金采用直销模式，在各地建立销售联络点，为客户提供高效服务。普通的五金企业主要通过经销渠道（五金店、建材市场等）销售产品，多为同质化竞争，经销商缺乏专业知识、不了解产品设计理念和使用条件，后续跟踪服务能力较差；坚朗五金自建直销渠道，以销售人员和销售联络点为纽带，通过厂家直销的模式在深度和广度上更充分、更直接地与市场对接，在快速供货的同时提供专业的技术服务，深受中高端客户的青睐。

表13：建筑五金企业销售模式

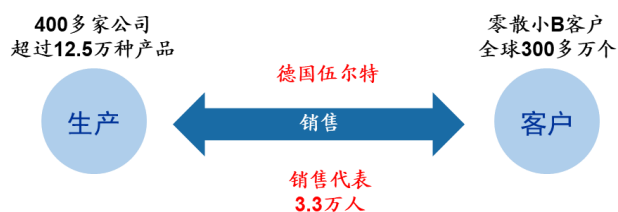
模式	特点	优点	缺点	对应企业
直销	主要通过自建销售渠道，直接将产品提供给客户，同时提供技术服务。	更能够主动贴近市场需求，把握市场动态，提供更为专业的技术服务，有利于客户关系的维护。对于开发商或者施工单位而言，也比较倾向于直接向厂家采购，因为厂家直销的产品价格稳定、服务快捷，在各方面更有保障。	渠道建设成本较高，企业管理难度较大。	有实力的五金企业
经销	主要通过原始的五金一条街、街头巷尾零散的五金商店、专业化的五金建材市场、五金连锁经营超市、代理商等渠道进行产品销售。	有助于企业在短时间内提高产品的铺货率及市场覆盖面，在快速抢占市场方面具有一定的优势。	绝大多数五金经销商同时销售多种产品，缺乏相关专业知识，不了解产品的设计理念和使用条件，在经销过程中容易出现产品设计选用错误而带来的工程问题。	多数中小型五金企业
电商	随着电子商务的发展，网络交易的不断增加，部分五金企业开始通过网络进行产品营销。	网络销售作为一种方便、快捷、覆盖面广的新兴销售模式突破了传统的时间和地域限制，有助于降低成本，提升了五金企业的利润空间。		少数五金企业

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

为什么坚朗选择直销？直销更能满足多品类采购、有一定服务需求的工程客户。德国伍尔特是全球装配工具和紧固件业务市场领导者，成立于1945年，在全球80多个国家拥有超过400多家公司，超过12.5万种产品，逾7.9万名员工，其中包括3.3万名长期雇用的销售代表，服务全球超过300万个客户，2020年集团全球销售额达到144亿欧元，其中联盟公司销售额占比超过40%。伍尔特销售模式也以直销为主，这是公司几十年来在五金工具行业耕耘实践的选择，坚朗和伍尔特所涉及的领域相似，坚朗也曾尝试过经销，但最后还是全面采取直销，直销相较于经销效率更高。**坚朗采用直销模式的原因：**一是客户多为零散的小B客户，多品类采购、有一定服务需求，

公司拥有专业的产品和技术服务团队及完善的培训机制，直销人员能够快速适应多品类和学习新品类，而经销商在销售多品类上具有知识和学习瓶颈，因此直销更能满足客户多元化需求，更能产生客户粘性，同样地小B客户也更倾向于选择直接向厂家采购，因为价格稳定、服务快捷、产品质量和售后有保障；二是建筑配套件广泛使用在建筑全流程，产品销售的链条较长，从建筑设计阶段到后周期都有涉及，包括结构五金件、门窗幕墙五金件、装修材料、家居产品等等，产品跨度很大，需要在不同环节引入不同的经销商或销售人员，直销人员在项目设计和招标阶段就会切入，直销模式更容易在销售环节上协同，打通链条上各项业务，经销模式无法在各环节协同合作；三是和经销相比，直销中间环节更短，度过销售人员的高投入期后规模效应显现，盈利能力更强；四是直销渠道对新品类拉力更强，更容易导入新产品，对于提供产品集成解决方案的公司来说，已有渠道的拉力十分重要，不用针对新产品反复铺设渠道。

图21：伍尔特销售模式



数据来源：伍尔特年报，广发证券发展研究中心

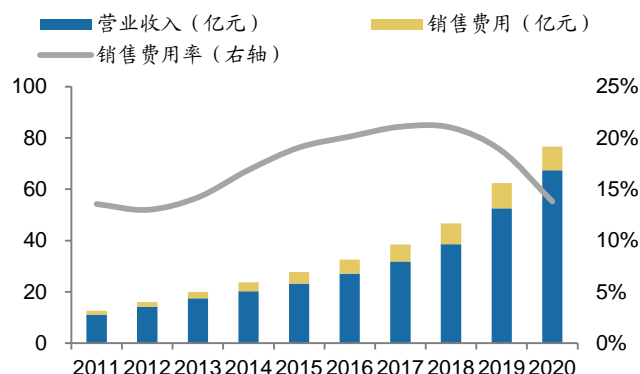
图 22：坚朗五金销售模式



数据来源：坚朗五金年报，广发证券发展研究中心

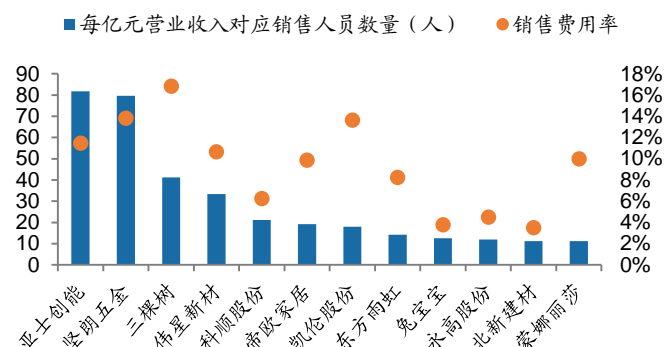
直销模式带来前期高投入和后期的规模效应，公司2019年经营拐点显现。直销模式优势明显，但前期渠道建设成本较高，公司销售人员占比一直处于较高水平，约占公司总人数的40%；横向比较，公司每亿元营业收入对应销售人员数量遥遥领先高于其余消费建材企业。初期直销人员扩张会使得销售费用率持续攀升，等到销售人员成熟后贡献稳定产值，规模效应显现，销售费用率达到峰值后开始下降，前期渠道与人员投入由激进扩张转入平原红利期。公司2011-2018年销售费用增速始终高于或接近营业收入增速，销售费用率持续攀升，2019年出现拐点，在收入高增情况下销售费用低增长或负增长，业绩出现爆发式增长，规模效应摊薄费用率带来业绩弹性，这一逻辑在人均产值持续提升情况下仍将持续演绎。未来在品类持续扩张、公司高效管理和信息化建设持续完善下，规模效应将持续显现。

图23：2012-2020年公司销售费用率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图24：2020年消费建材公司每亿元营业收入对应销售人员数量和销售费用率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

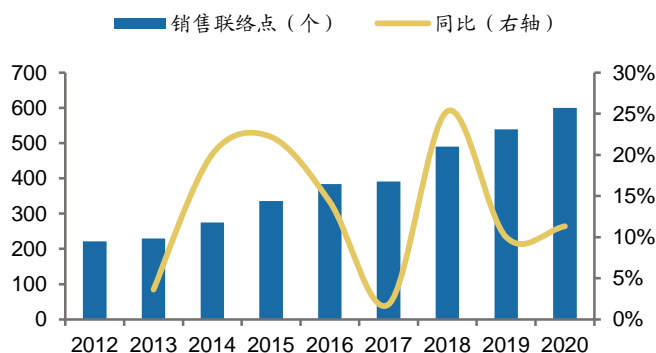
表14：2014-2020年销售人员数量、销售费用率和人均创收情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
总人数 (人)	6722	7528	7978	9424	10333	11371	13083
销售人员 (人)	2531	2955	3231	3829	4180	4639	5362
销售人员占比	37.7%	39.3%	40.5%	40.6%	40.5%	40.8%	41.0%
销售费用率	16.9%	19.1%	20.1%	21.1%	21.0%	18.7%	16.0%
销售人员人均创收 (万元)	80.02	78.74	83.82	83.02	92.19	113.28	125.64

数据来源：公司招股说明书，公司财报，广发证券发展研究中心

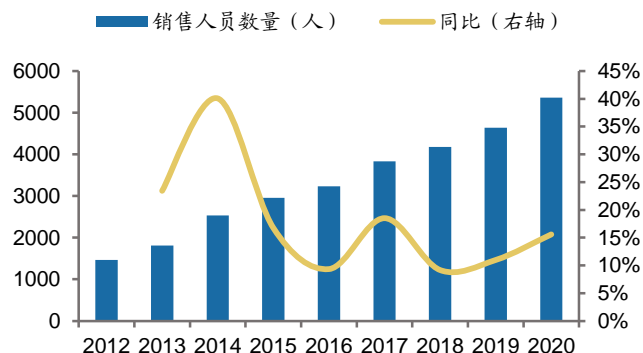
公司不断拓展和下沉直销渠道，销售联络点和销售人员数量持续增长。近年来公司销售联络点稳步增长，2012年销售联络点221个，2020年已增长至600多个，已覆盖全国重要地级（县级）城市和境外重点销售区域，持续提升公司产品市场渗透力。伴随着销售联络点的铺设，销售人员数量也稳步增长，近几年单个销售联络点配备约9个销售人员，销售人员从2012年的1464人增至2020年的5362人，CAGR达17.6%。

图25：2012-2020年坚朗五金销售联络点变化



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

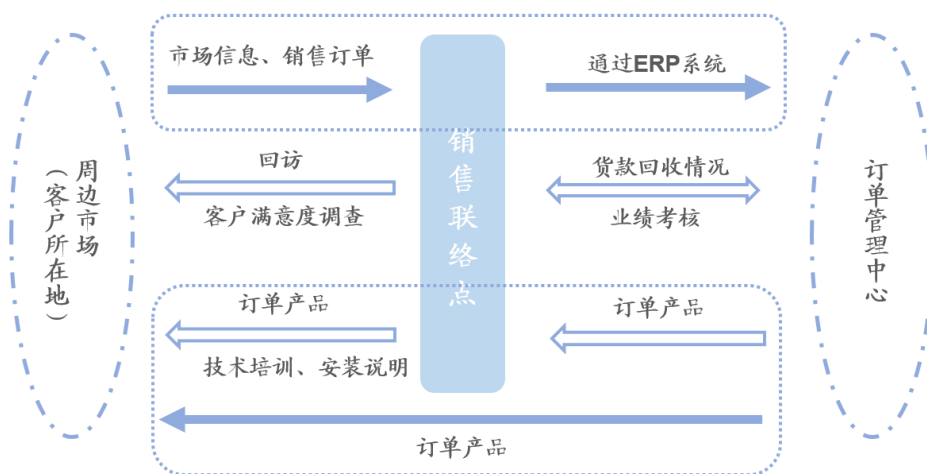
图26：2012-2020年销售人员数量及同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

销售协同机制促进客户信息共享,最大程度减少销售链条重复,提升客户对接效率。公司每年签订数以十万计的合同,30%以上的合同需要销售人员进行协同,无效的管理会加剧公司内部直销人员的竞争,有效管理将会缩短销售链条,突破管理瓶颈,公平分配价值与利润。具体操作中,销售人员在公司系统中注册自己开发的客户并进行维护,其他销售可以共享客户信息,并开发客户的新商机。对于多个销售人员共同参与一个项目的情况,公司系统生成会签单,会签单进入提成系统并形成分配方案,分配表根据流程中留痕的所有活动细节记录,自动生成贡献分数和分配比例,最后形成对各环节销售人员的价值分配。

图27: 坚朗五金销售模式



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

直销渠道持续完善,对新产品拉力很强,助力新品类扩张。直销渠道对新品类拉力更强,更容易导入新产品。公司定位建筑配套件集成供应商,不断完善产品线,除传统建筑五金领域,加大力度进入其他建筑配套件领域,目前已经完善门窗、精装、轨道交通、智能家居等多个产品集成解决方案,能够满足这些场景一站式采购需求,且仍在持续完善新的产品线,借助于公司铺设到全国重要地级(县级)城市和境外重点销售区域的直销渠道,新品类能够更快速地拓展市场。

坚朗云采打通线上和线下,满足一站式场景化采购诉求,降本提效。为了适应时代的发展需求,公司打造针对B端客户的线上服务平台“坚朗云采”。云采平台是公司的客户端服务平台,在2019年初上线之后,始终围绕“服务、支持、减负、增效”的核心目标进行优化升级,目标是对内支持、服务销售、提高效率,对外服务客户,满足客户自主采购需求,提升客户满意度。并针对公司部分产品售后服务需要,已启用线上售后服务平台,“线上下单+线下服务”的业务模式,以企业微信为移动平台,辅以公众号、小程序、呼叫中心等载体,快速复制并推广给客户,涵盖PC+移动的不同业务场景,满足不同客户的下单需要,提升客户体验。

云采平台2019年完成标准品的上线，2020年完成配置类产品（根据客户喜好对不同产品属性进行组合）上线，预计今年完成轻定制产品（对原有的产品进行局部调整）的上线，未来也会将高定制产品（根据客户需求重新设计产品）也搬到线上。云采平台将原本线下工作集成到线上，实现快速响应，配置方案出来后可以线上确认效果图并进行下单，提高业务洽谈效率，给销售人员减负，从而增加人均产出，但部分定制化产品仍需线下技术人员配合。云采平台现有客户中有一部分是由线下业务转为线上采购，同时通过云采平台也发展了一批新客户群体。随着公司产品类别的增加，部分消费属性品类兼顾了B端和C端需求，偏向生活化的产品也适用于个人采购，云采平台90%以上的订单仍以工程市场为主。

图28：坚朗云采介绍



数据来源：坚朗云采微信小程序，广发证券发展研究中心

2. 生产标准化、品牌规模化，打造强势产品矩阵

生产标准化和品牌规模化带来高效率 and 规模效应。生产标准化体现在建筑配套件以标准品为主，坚朗拥有1.5万个品种，其中20%定制，80%是标准品，定制类产品包括对轻定制（原有产品进行局部调整）和高定制（重新设计新产品），部分定制类产品依然可以实现标准化生产，如对地产商批量定制固定产品；同时公司通过自营、收购、参股、战略合作，让众多品类独立运营、专业化生产。品牌规模化体现在各品牌专注一个或有限个细分品类，通过打造强势单品形成强势产品矩阵，形成规模效应。建筑配套件品类繁多，在一些市场规模不大的细分品类，为了打造品牌、产生规模效应，坚朗会让旗下企业专注做最有优势的品类，砍掉其他没有优势、不赚钱的品类，一来可以避免内部无效竞争，二来单品规模效应更强，将有效提升单品竞争力和盈利能力，如春光专注间隔条，新安东专注密封材料，海贝斯专注智能锁，很多都已成为工程市场的单品冠军，其中公司收购春光砍掉不具优势的品类后专注间隔

条业务，品牌标准化之后快速实现了春光从亏损到盈利的转变。但在一些关联度较高且市场规模较大的品类，公司一个品牌也会有好几个品类，如坚稳在智能家居方面布局了智能监控、智能可视猫眼、监控系统、摄像头等产品，这些产品在生产研发和销售时具有极强的协同性。公司致力于在各细分品类市场打造强势单品，在市场规模较大或需求多元化的品类，公司会进一步细分到各品类的中高低端市场，通过层次化布局获取更多的市场份额，如公司在传统五金有MACO，菲比，坚朗，坚宜佳多个品牌，在高端、中高端、中端市场重合度不高，卫浴陶瓷也有CIFIAL斯飞奥和精高，分别布局高端和中高端市场。

生产标准化、品牌规模化，不仅体现在建筑五金产品，还体现在延伸产品。公司专注工程市场的批量生意，在延伸产品上也强调生产的标准化和品牌规模化，如床垫、卫浴、橱柜产品，行业内大部分公司都采用C端定制化模式，公司主要做批量化的标准市场，如酒店的床垫卫浴等，不做C端定制市场，附加值较低但是能够快速起量，且公司能够满足客户多品类一站式采购，有利于降低客户采购成本。

3. 自建备货仓和快速响应的物流配送体系，打造强大的供应链体系

建立广东东莞、河南卫辉两大生产基地，自建40多个备货仓及快速响应的物流配送体系。我国建筑工程普遍存在着工期较短、且工程分布广阔等特点，对于价值占比较低的建筑配套件而言，产品的及时供货显得尤为重要。目前，开发商或者建筑施工单位除了关注建筑配套件的品牌质量外，往往更倾向于就近选择五金产品，通过便捷的渠道选取建筑配套件供应商。公司的生产基地主要在广东东莞总部，可以满足华南地区的快速响应，总部塘厦增资扩产项目一期也已经投入生产。但是由于物流辐射半径距离限制，远距离物流配送周期拉长，也导致华北和东北市场的物流成本高和响应速度慢。为此，公司2018年8月29日发布公告，拟在河南省卫辉市建设建筑五金及配套产品的生产线、华北仓储配送中心及相关设施，以此对北方地区进行有效辐射，有利于原材料采购、生产与销售物流，提升物流效率和降低企业成本，目前一期华北中心仓已建设完成并正式运营。除了两大生产基地外，公司建立统一的备货仓物流配送体系，一方面，公司设立40多个国内外备货仓，结合订单需求进行常用品类的动态备货，根据生产周期的差异，标准件产品可以实现备货生产，非标件产品为客户下单后定制化生产；另一方面，公司与多家大型物流快递企业签署了战略合作协议，2016年全面启动同城配送服务，从产品供应角度，帮助客户缩短工程建设周期，可有效的控制物流成本且提高交货效率。

表15：坚朗五金产能情况

生产基地	状态	投资额（亿元）	辐射区域	产能（年）
东莞	在产（截至2014年）	-	全国（北方弱辐射）	门窗五金系统 2900 万套 门控五金系统 180 万套 点支承玻璃幕墙构配件 180 万套 不锈钢建筑构件 270 万套

	上市募投项目（首期五栋厂房已建设完成并投产）	4.7	全国（北方弱辐射）	门窗五金系统 1870 万套 门控五金系统 130 万套 点支承玻璃幕墙构配件 110 万套 不锈钢建筑构件 220 万套
河南	在建（一期华北中心仓已建设完成并正式运营）	5.5	北方	1500 万套建筑五金及配套产品

数据来源：公司招股说明书，公司投资项目公告，广发证券发展研究中心

图29：坚朗五金两大生产基地及各地备货仓



数据来源：公司官网，公司财报，广发证券发展研究中心

图30：坚朗备货仓图一



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 31：坚朗备货仓图二



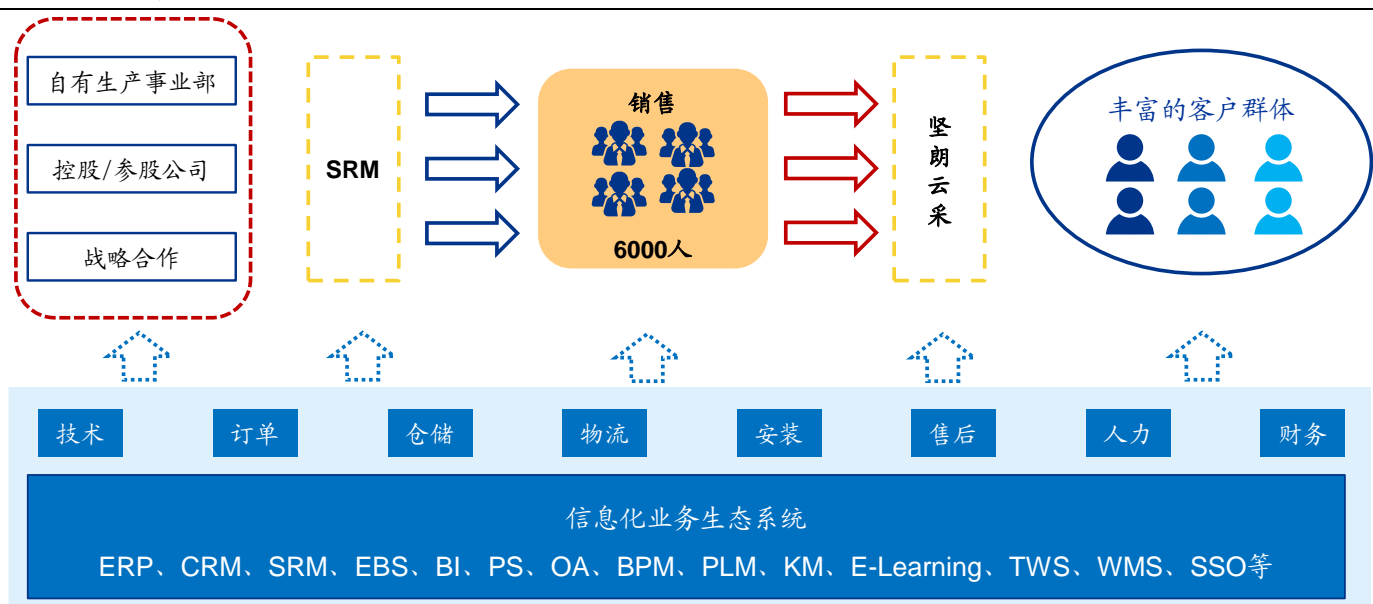
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

公司通过“铁三角”模式连接生产端-销售端-交付端，产品经理面向产品线，客户经理面向客户，后勤支持则负责仓储、物流和安装，团队各司其职，分工明确，能够精准化、专业化地满足客户需求，从而达到全流程的高效。（下文将详细分析）

（二）高效率的支撑——核心是强管理

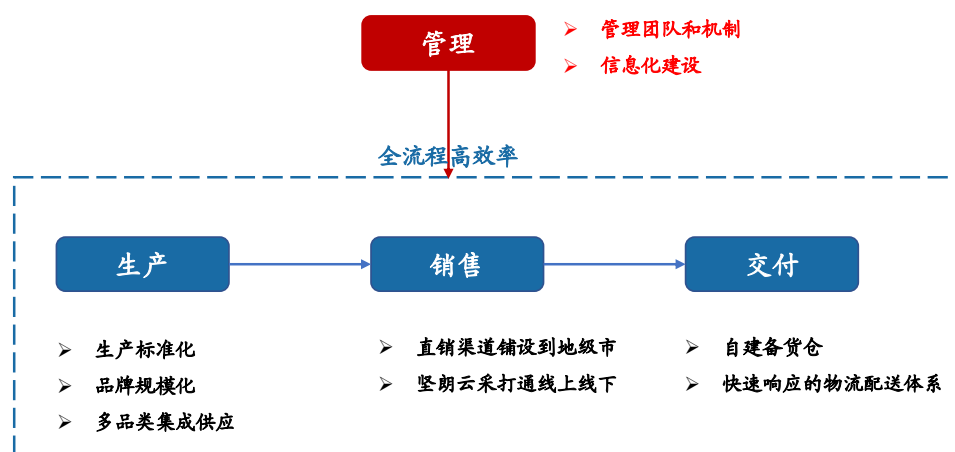
如前所述，公司在销售端—生产端—交付端全流程的模式都是高效率的，表现为公司超越同行的规模增速、人均收入、产品推广能力、服务和交付能力等等，但这种高效需要极强的管理能力支撑，比如直销模式相较于经销模式管理难度更大、生产标准化和快速响应的物流供应链十分考验公司管理能力，我们认为公司强大的管理能力是支撑高效率的核心原因，强管理主要体现在三个方面。

图32：坚朗模式



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图33: 坚朗五金强管理带来的高效率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

1. 前瞻性战略定位，员工激励到位

公司从成立之初就定位于中高端建筑五金市场，之后拓展至建筑配套件集成供应商，采取直营模式，专注工程市场，战略具备前瞻性。国外建筑五金行业通过多年发展和整合，已经形成以ASSA ABLOY（亚萨合莱）、Stanley（史丹利）、Ingersoll Rand（英格索兰）、DORMA（多玛）、Siegenia-aubi（丝吉利娅-奥彼）、G-U（格屋）等为代表的大型五金集成供应商，产业集中度及标准化程度较高；公司成立于2003年，庞大的建筑五金市场至今仍分布着大量小型低端五金企业，但公司看到未来中高端趋势，从成立开始定位于中高端建筑五金市场，通过构建高效率的直营渠道，让公司成为建筑五金龙头企业。近年来公司借助逐渐完善的直销渠道拉力，从传统建筑五金延伸至其他建筑配套件产品，打开成长空间，有望成为极具竞争力的建筑配套件集成供应商，我们在前面也分析了中国建筑配套件工程市场有产生集成供应商的土壤，再次体现了公司战略前瞻性。

股权激励调动员工积极性，也彰显公司发展信心。公司2019年12月首次进行员工持股计划，246名核心员工认购份额734.6万股（占总股本2.29%），高管认购份额不超过0.82%，受让价为13.61元/股，分三批分别解锁40%/30%/30%，解锁条件为以2016-2018年营业收入平均值（32.5亿）为基数，2019-2021年收入增长率不低于55%、95%、140%，2019-2020年实际收入增速为62%、107%，均超额完成，目前第一批解锁的40%（293.8万股）已在2021年1月21日-3月8日期间出售完成，期间公司股价在170元/股左右，较受让价13.61元/股取得明显超额收益，激励效果显著。2021年4月公司推出股票期权激励计划，计划授予597.4万份（占总股本1.86%），其中首次向1697人授予543.4万份（占总股本1.69%），行权价为129.97元/股，分五年解锁，解锁条件为以2020年营业收入为基准，2021-2025年营业收入增长率不低于30%、66.4%、108%、160%、225%，五年CAGR达到26.6%。员工持股计划和股权激励计划有利于激励公司广大中层和核心骨干人员，充分调动员工积极性，提高公司整体的创新能力和运行效率。

表16: 坚朗五金员工持股计划和股票期权激励计划

	第一期员工持股计划	2021 年股票期权激励计划
预案公告日	2019/12/5	2021/4/9
完成公告日	2020/1/23	首次授予: 2021/6/9
人数	246 名核心员工, 高管认购份额不超过 0.82%	首次授予: 1697 人
数量 (万股)	734.6 万股 (占总股本 2.29%)	597.4 万份 (占总股本 1.86%) 首次授予: 543.4 万份 (占总股本 1.69%) 预留授予: 54 万份 (占总股本 0.17%)
受让价	13.61 元/股	首次授予: 129.97 元/股
股票来源	回购	向激励对象定向发行公司 A 股普通股股票
解锁比例	40%/30%/30%	20%/20%/20%/20%/20%
解锁条件	以 2016-2018 年营业收入平均值 (32.5 亿) 为基数, 2019-2021 年增长率不低于 55%、95%、140%, 三年 CAGR 达到 33.8%, 即 50.3 亿、63.3 亿、77.9 亿	首次授予: 以 2020 年营业收入为基准, 2021-2025 年营业收入增长率不低于 30%、66.4%、108%、160%、225%, 五年 CAGR 达到 26.6%
实际表现	公司 2019-2020 年营业收入增速分别为 62%、107%, 即 52.6 亿、67.4 亿, 均超额完成。	/
其他	目前第一批解锁的 40% (293.8 万股) 已在 2021 年 1 月 21 日-3 月 8 日期间出售完成, 期间公司股价在 170 元/股左右。	/

数据来源: 公司员工持股计划公告, 公司股票期权激励计划公告, 广发证券发展研究中心

2. 不断完善和升级信息化系统, 贯穿于公司业务流程, 赋能公司经营管理, 显著提升运营效率

坚朗信息化系统涵盖公司经营管控、业务流程管控和基础支持, 提升生产和管理效率。建筑配套件具有品类众多、订单零散、供货期短、季节性波动大、工程项目复杂多变等特点, 对企业在生产研发、销售、库存、交付以及整个业务流程优化管理等方面的要求较高, 因此, 一个高效规范的管理体系与信息化系统的建设对建筑配套件企业做大做强显得尤为重要。近十年来, 公司结合自身需求对信息化系统进行了不断的完善和升级。目前, 公司信息化已经贯穿于公司整个业务流程, 实现各业务环节的有效衔接, 显著提升了公司的运营效率。公司各主流业务系统均采用全球最大的系统集成化解决方案供应商 ORACLE (甲骨文公司) 提供的系统平台, 该平台共计花费 1.2 亿左右, 涵盖经营管控 (Callidus 销售提成、BI 商业分析、KM 知识管理等)、业务流程管控 (销售端客户管理、订单和仓储管理、生产管理、采购管理等) 和公司基础支持 (如 OA 系统、BPM 流程管理), 打通了端到端信息化的全链条, 旨在提升生产和管理效率。公司系统具有迭代机制, 具有不可复制性, 甲骨文公司只是提供一个系统, 需要使用者根据自己公司的实际情况进行迭代与进化。公司对信息化系统投入研发心血并经过多次迭代, 成功将甲骨文系统坚朗五金化。

图34：坚朗五金信息化系统建设历程

早期10人不到的IT团队，聚焦在基础架构和程序应用，提供基于金蝶K3平台的ERP与CRM系统，并上线OA系统，提升业务流程的执行效率。

基础架构方面，投入建设350平方米的一流数据机房，并配备了新型备份系统与虚拟服务器；业务系统方面，实施上线WMS/TMS物流仓储管理、KM知识管理、财务回款管理、HR在线招聘

2005-2012年

2012-2016年

2017-2021年

2013年全线切入国际知名的甲骨文Oracle平台，PS系统(HR)、EBS系统(ERP)、Siebel系统(CRM)陆续切换上线，之后陆续上线BI数据分析、Callidus销售提成、SRM供应商关系管理、LMS在线培训、Cisco视频会议等IT系统。

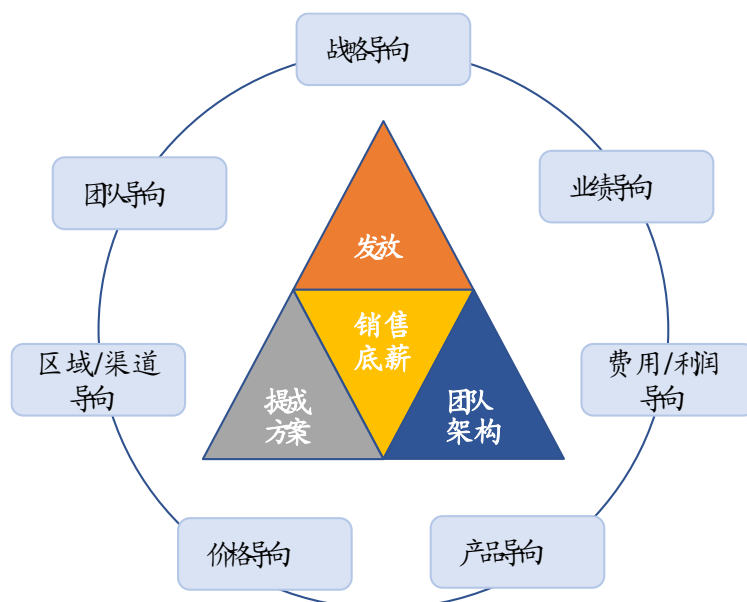
数据来源：公司财报，招股说明书，广发证券发展研究中心

根据埃森哲《发现新动能，中国制造业如何制胜数字经济》报告中坚朗五金数字化案例，可以总结以下几点数字化措施及成果：（1）研发/生产：自主开发了一套研发平台管理系统；数控机床、3D打印机已投入使用；仓储管理上，也开始引入二维码标签，提高原材料接收入库以及成品出库环节的流转效率；上线SRM系统整合总部与各事业部采购资源，同时整合优质供应商；（2）销售：线上线下渠道整合；打造了定制化的客户关系管理平台，通过信息及资源共享，价值要素的认定等来共同推进项目的进度，将整个项目的前中后周期完全打通，快速响应客户的需求；（3）管理：多方面着手进行数字文化的推广，比如推行e-Learning系统、KM知识管理系统等；多方面着手来提炼数据的业务价值。如针对具体业务场景的数据统计，从业务管理全局来透析问题，发掘潜在规律等。数字化的成果已经体现在研发效率、订单处理周期等指标。

信息化赋能公司经营管理，以生产和销售提成系统为例。（1）信息化系统在生产端的优势体现在：第一，有助于处理复杂品类，满足客户精准且快速供货的需求。除去节假日，公司平均每天有两千多个订单需要生产和发货，信息化的处理可以提高准确率和效率；第二，有助于进行大数据分析，提前预判产品需求量，将小批量订单整合起来生产，同时生产一定量的标准件，既能在原材料采购时具有报价优势，也可规模化生产，实现降本提效。（2）Callidus提成系统支撑公司渠道激励战略落地，加强内部协同合作。销售提成体系由底薪、团队架构、提成方案、发放模式等要素构成，在实际运作中会受多种因素影响，公司采用Callidus提成系统负责评估员工贡献，根据绩效计算分配提成。每个交付的订单对应一个工程项目，项目流程有100多个节点（公司把所有节点描绘出来便于量化，这些节点也都是销售人员自己总结讨论出来的，一般销售人员平均走30-40个节点就可以完成一单），每个节点都有对应的分值，一方面，基于系统留痕计算参与员工的绩效，根据绩效分配提成，不唯结果论，无论是售前、售中、售后服务都有相应的绩效，统一了内部员工的利益，有利于加强内部合作和协同，类似于贝壳（BEKE.N）的ACN体系将房产经纪工作标准化、模块化，改变了原有的仅成交经纪人可以获得佣金的模式，实现在一单交易中只要有贡

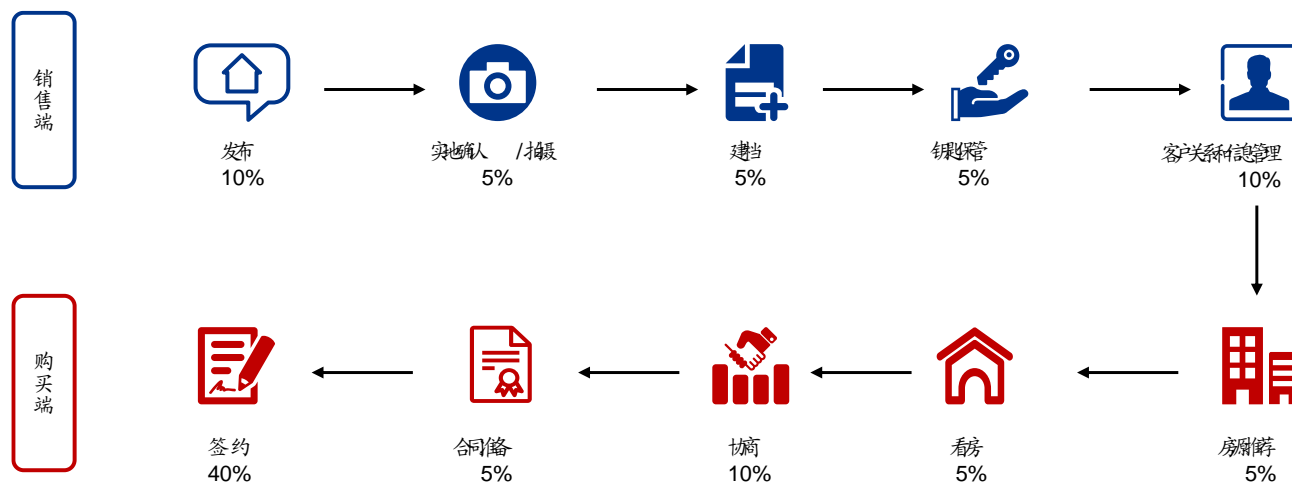
献就能分佣；另一方面对于新销售代表来说，这些节点可以作为其销售指引，按照指引去做，争取订单的胜算会更高。

图35：坚朗五金销售提成体系



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图36：贝壳ACN体系分为十个环节，重新分配经纪人角色和利益，可实现跨门店和跨品牌合作



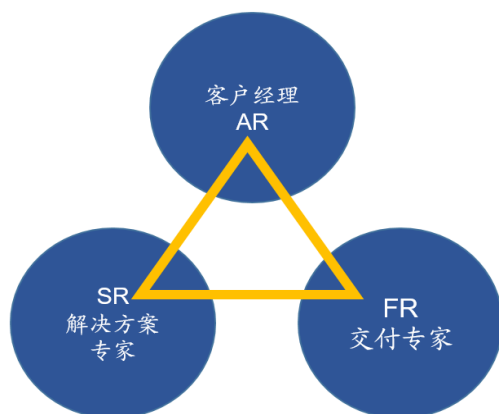
数据来源：贝壳招股说明书，广发证券发展研究中心

3. 采用“铁三角”管理理念，将一线员工职能进行分拆，高度分工协作，同时建立系统的人才培养体系

铁三角理念最早由华为提出，是指以客户经理(AR)、解决方案专家/经理(SR/SSR)、

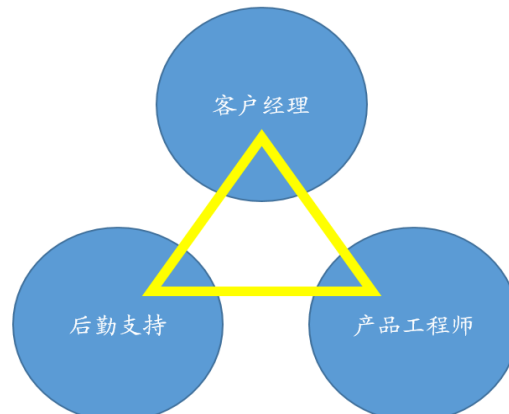
交付专家/经理（FR）为核心，建构出一个面对面主动对接客户、聚焦项目、能够快速反馈和响应的一线作战单元，其目的是将作战规划前移，互换与组织力量，满足客户需求。公司依据自身情况重新内化铁三角理念，原先销售代表兼职产品经理和客户经理，现在二者分开，产品经理面向产品线，客户经理面向客户，后勤支持则负责仓储、物流和安装。公司将一线员工职能进行分拆，团队各司其职，分工明确能够精准化、专业化地满足客户需求，从而达到高效。

图37：华为“铁三角”管理理念



数据来源：任正非《让一线呼唤炮火》，广发证券发展研究中心

图38：坚朗五金“铁三角”管理理念



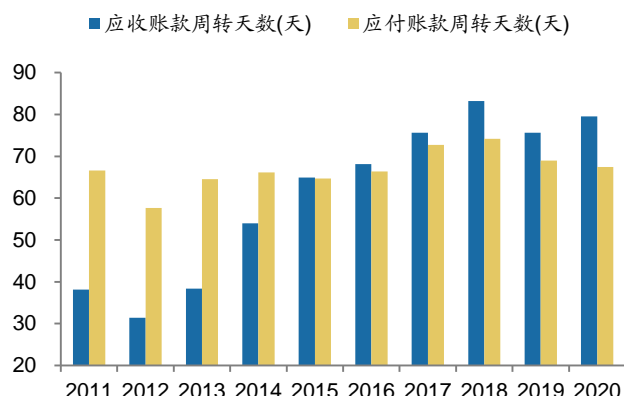
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

团队分工明确，人员培养方面流水线化，不依靠个别可遇不可求的优秀员工，有助于销售业绩的高效而稳定。公司将一线员工职能进行分拆为三个职能，分别负责产品线、客户线、后勤线，有利于员工培养流水线化，缩短员工成熟周期，不依靠个别可遇不可求的综合性优秀员工，有助于销售业绩的持久性与稳定性。传统的五金行业十分依赖业务员的经验，新人成长周期在1年以上；公司过去业务员成熟的周期约为2年，现在半年就可以签单，主要原因在于：第一，将原来的销售拆分为客户经理和销售经理，销售经理只负责开发和维护客户，且销售团队分工明确，团队将渠道进行分拆，每个销售人员有上级的指导和产品技术人员的支撑；第二，公司业务员需要通过入职培训、在岗培训、绩效考核、标杆学习等系统化的培训和内部学习讨论；第三，公司通过制订、实施各项管理制度、规范和办法，在组织、控制、激励等方面加强销售团队建设。

4. 从周转率数据看公司的管理效率提升

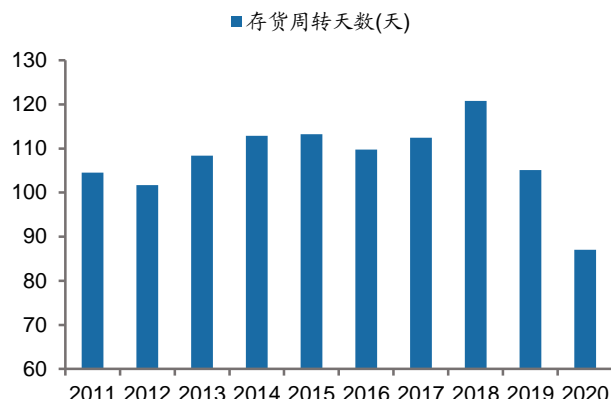
公司高效的管理体系也反映在财务数据中：2019年以来公司公司固定资产周转天数和存货周转天数均显著下降，净营业周期也有改善。固定资产和存货周转率的提升受益于公司信息化建设、自建备货仓和快速响应的物流配送体系，而这些背后都是公司强大的管理在支撑。

图39：2011年-2020年公司应收与应付账款周转天数



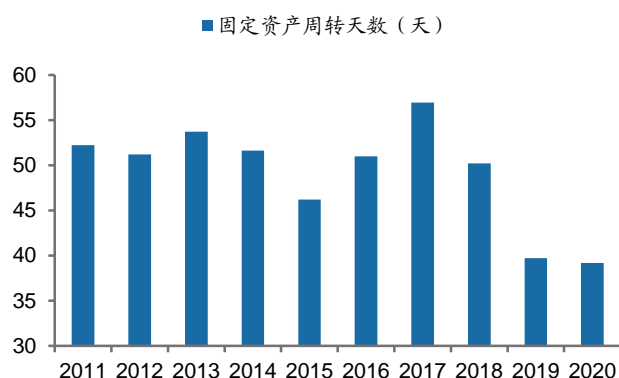
数据来源：公司年报，Wind，广发证券发展研究中心

图40：2011年-2020年公司存货周转天数（天）



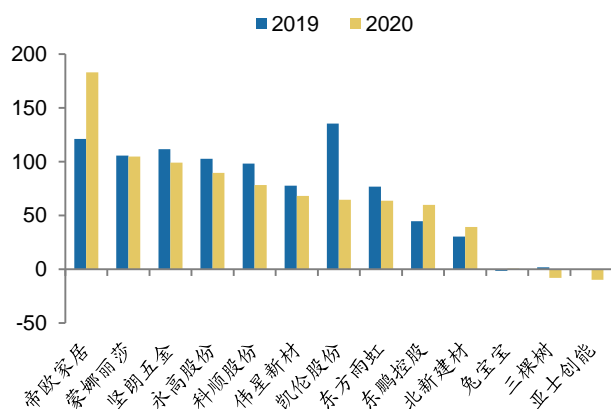
数据来源：公司年报，Wind，广发证券发展研究中心

图41：2011年-2020年公司固定资产周转天数



数据来源：公司年报，Wind，广发证券发展研究中心

图42：消费建材公司净营业周期（单位：天）



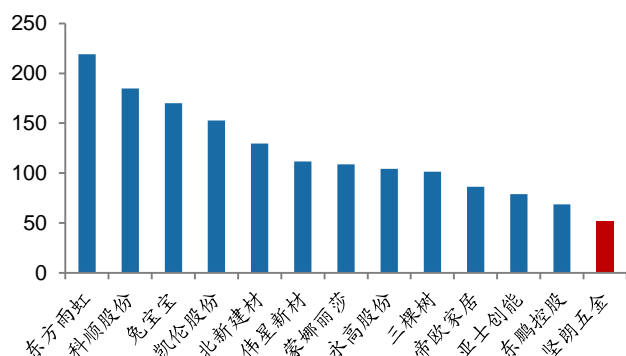
数据来源：公司年报，Wind，广发证券发展研究中心

（三）规模优势显现，带来低成本和高效率的壁垒

对于产品品类多、业务流程复杂、直销型的集成供应商而言，规模效应非常明显，其生产研发、人员、运营等众多环节都可以产生协同效应，最后体现为规模效应。具体到坚朗五金，一是公司业务特点决定人员数量多，尤其是销售人员，公司人均收入和销售人员人均创收显著低于其他消费建材单品龙头，人员总薪酬/收入显著高于其他消费建材单品龙头；但同时我们看到随着公司规模扩张，这三个指标和自己比，都在明显改善，尤其是2019年以来人均收入和销售人员人均收入快速提升、人员总薪酬/收入显著下降。二是随着公司规模扩张，2019年以来运输费用显著下降，从2018年的2.7%下降至2020年的2.2%；研发费用率从2019年的4.8%下降至2020年的4.0%。三是周转效率提升，2019年以来公司公司固定资产周转天数和存货周转天数均显著下降（前文已做图表分析）。

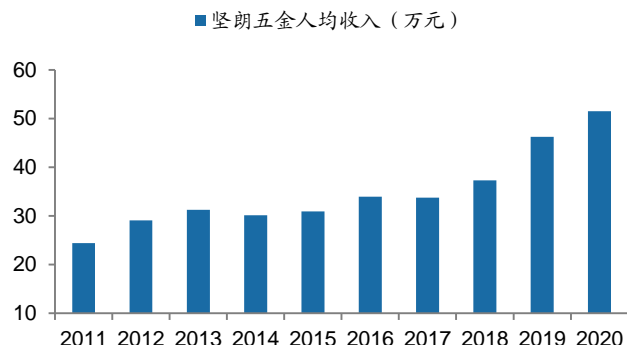
由于存在这么强的规模效应，一旦龙头公司取得了规模领先优势，相较于竞争对手，也相当于建立起规模优势（低成本和高效率）的壁垒。

图43：2020年消费建材公司人均收入（万元）



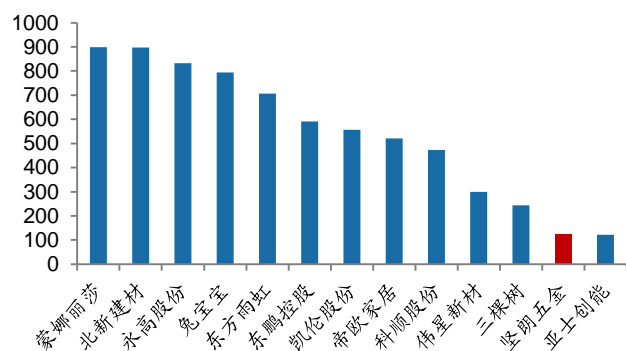
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图44：坚朗五金人均收入（万元）



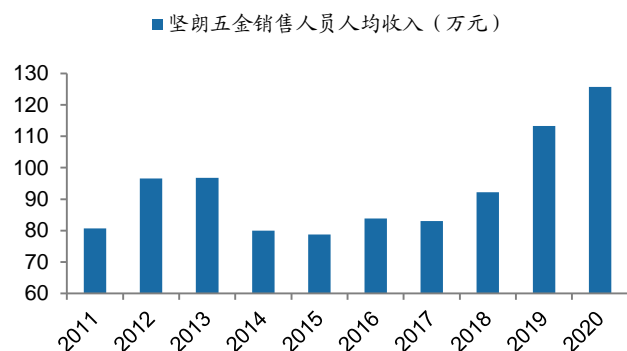
数据来源：公司财报，招股说明书，广发证券发展研究中心

图45：2020年消费建材公司销售人员人均收入（万元）



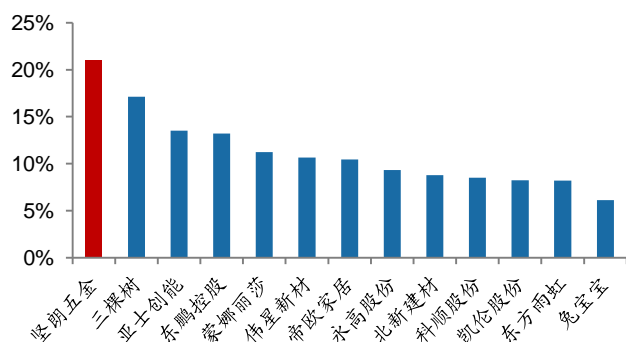
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图46：坚朗五金销售人员人均收入（万元）



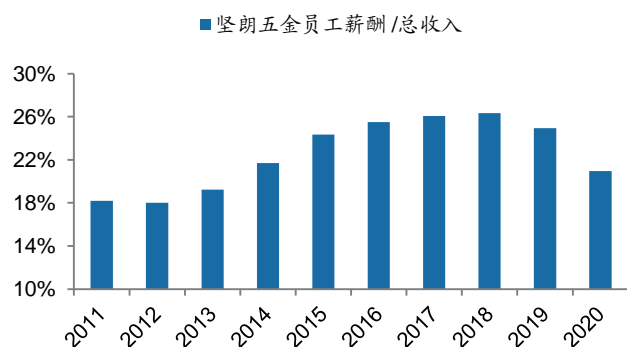
数据来源：公司财报，招股说明书，广发证券发展研究中心

图47：2020年消费建材公司员工薪酬 / 总收入



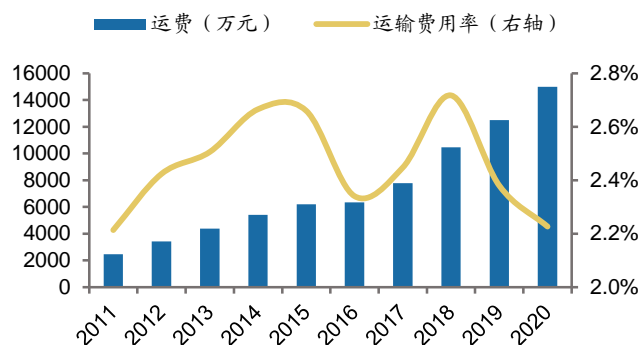
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图48：坚朗五金员工薪酬 / 总收入



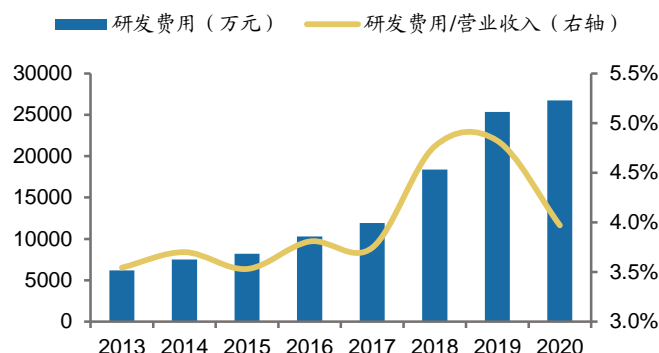
数据来源：公司财报，招股说明书，广发证券发展研究中心

图49: 坚朗五金运输费用率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

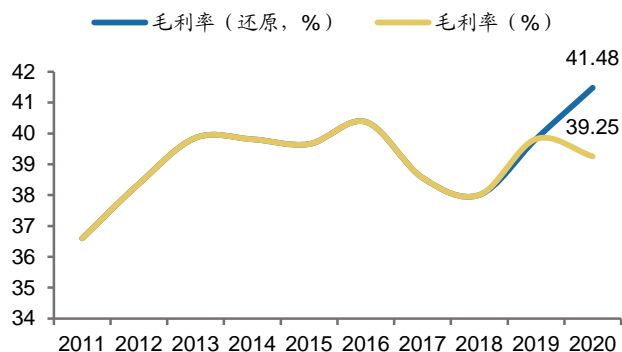
图 50: 坚朗五金研发费用率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

规模优势带来最直接结果——毛利率提升和费用率摊薄。（1）公司采用直销模式，2018年之前公司进行渠道铺设和下沉，渠道铺设期（销售人员扩张期）销售费用一直高企，主要系新人有一定的培育期，不能贡献稳定的销售规模，但员工薪酬却在增长，使得销售费用增速高于收入增速，从2019年开始，公司集中进行渠道下沉的阶段已经结束，开始进入有针对性的增加阶段，经营出现拐点，销售费用增速明显低于收入增速，到2020年，国内除西藏外所有的地级市都已覆盖，销售费用增速转负，2019和2020年销售费用率大幅下降，同一口径的销售费用率从2018年的21%下降至2020年的16%，规模效应显现。（2）如前所述，公司建立了全流程的高效率，背后是管理的支撑，因此前期需要较高的管理投入（如管理人员、研发费用投入、信息化建设等），管理费用增速高于收入增速，2019年收入起量之后，规模优势下管理费用率明显下降，管理+研发费用率从2018年的10.6%下降至2020年的8.4%。（3）规模优势不仅体现在费用率摊薄上，还体现在公司的毛利率提升上，主要来自规模效应下生产效率提升和生产成本下降、对下游客户议价能力提升。公司整体毛利率维持在40%的中枢，较为稳定，且自2019年以来逐步提升，从2018年的38%上升至2020年的41.5%。

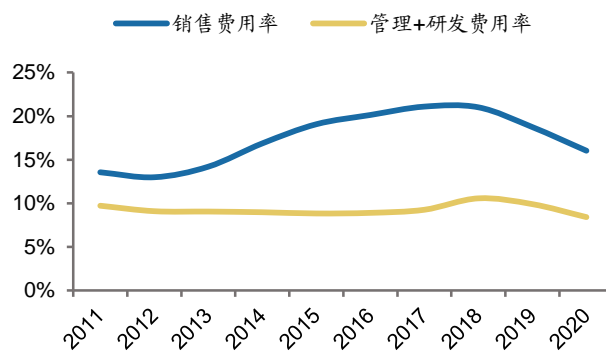
图51: 2011-2020年公司销售毛利率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 2020年1月1日起计入营业成本

图52: 2011-2020年公司期间费用率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 2020年数据将运输费调整回销售费用

和海外优秀的平台公司相比，公司规模效应仍有很大提升空间。对比坚朗五金和海外平台型公司（大型建材家居零售商、五金工具企业），可以发现：（1）坚朗五金2020年人均创收仅为51万元，伍尔特、家得宝、劳氏、HDS（2019）分别为143、180、191、370万元；2020年坚朗五金和伍尔特销售人员人均创收分别为126、342万元，公司人均效率和这些海外公司仍有很大差距，随着公司持续提份额、扩品类，未来提升空间很大；（2）其中HDS和坚朗五金一样，聚焦专业客户（小B客户），人均创收显著高于家得宝和劳氏，说明小B市场效率更高、起量更快。

表17：坚朗五金和海外优秀平台型公司对比

单位：人民币万元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
人均创收（万元）										
坚朗五金	24.4	29.1	31.2	30.1	30.9	33.9	33.7	37.3	46.2	51.5
伍尔特	132.0	124.3	125.2	125.5	111.7	123.3	130.8	138.0	140.3	143.4
家得宝	137.0	138.6	132.4	138.5	145.2	155.4	164.1	174.4	183.5	179.6
劳氏	200.7	199.0	196.2	198.4	207.2	149.6	148.5	158.1	156.0	180.8
HDS	301.8	333.7	325.5	287.0	208.1	229.5	312.8	349.9	369.9	/
销售人员人均创收（万元）										
坚朗五金	80.6	96.5	96.8	80.0	78.7	83.8	83.0	92.2	113.3	125.6
伍尔特	269.0	263.1	272.9	277.0	247.9	276.2	300.3	320.3	324.8	342.1

数据来源：坚朗五金财报，坚朗五金招股说明书，Bloomberg，广发证券发展研究中心

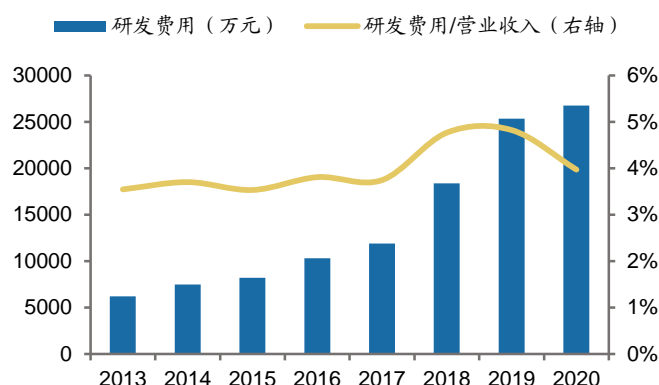
（四）品牌效应、优质服务和产品，客户粘性强

建筑配套件产品竞争呈现品牌化趋势。虽然建筑配套件在建筑的整体造价中占比较低，但对建筑安全性、装饰效果以及建筑节能等方面影响较大。在对建筑价值的综合考量中，以品牌形象为代表的建筑配套件产品质量和档次变得日益重要。**公司产品已广泛应用于国内外大型标志性建筑，极大地提升在建筑五金领域的品牌影响力和产品美誉度**，其中包括：国家体育馆（鸟巢）、国家会议中心、梅兰芳大剧院、国家大剧院、上海世博中心、上海世博主题馆、广州新白云机场、深圳宝安国际机场、阿联酋哈利法塔（即世界第一高楼迪拜塔）、瑞典中央车站、卡塔尔国家银行和印度班加罗尔国际机场等。**公司通过对自有或参控股公司品牌的管理，拥有了包括坚朗、坚宜佳、海贝斯、春光、新安东等一系列知名品牌，在工程市场广受认可。**

公司注重产品研发，高效直销带来优质服务。公司研发人员数量和研发支出稳定增长，用于提升产品的性能和新产品的研发投入；2015-2020年研发人员数量由819人增加至1481人，公司研发支出由0.82亿元增加至2.67亿元，研发支出占营业收入比例由3.7%增加至4.0%；与其他消费建材类公司横向比较，公司研发投入居于前列。公司能够结合市场需求进行新产品的开发，也具备参与前期工程设计，提供专项技术服务的能力；公司目前已形成了包括技术方案体系、产品开发设计、生产工艺革新、产品试验与检测等较为完整的技术研发体系。公司产品不仅能满足个性化的设计需求，也具备优良的产品品质，在力学性能、使用寿命、安全性、节能性及防腐蚀

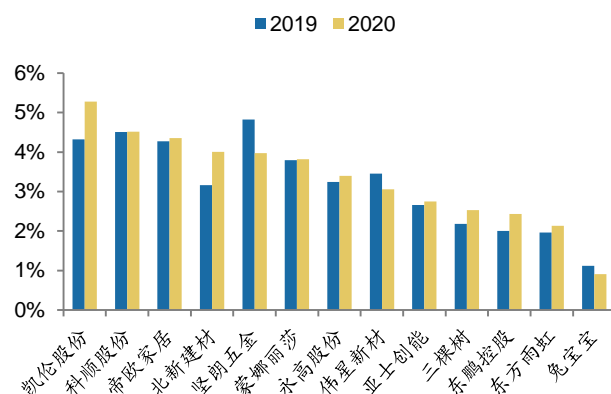
性等方面均表现突出。2020年完成主编或参编国家或行业标准24项，累计完成近200项；获得发明专利14项，其他专利100余项，累计获得专利700余项，发明专利数量和专利总量在行业内处于较为领先的地位。除了研发上的服务支撑，公司本身的高效直销模式就会带来优质服务体验，前文已有分析。

图53：2014-2020年研发支出及占收入比例



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图54：消费建材类公司研发费用/营业收入 (%)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 18：坚朗五金所获科技创新类奖项

年份	所获奖项
2009	高新技术企业
	东莞市专利优秀奖
	广东省工业信息化建设创新成果二等奖
2010	东莞市专利培育企业
	东莞市科学技术进步三等奖
2012	SAC-TC448 先进标准化委员单位
	2009-2012 科技创新优秀企业
2013	广东省高新技术产品
	中国钢结构协会科学技术奖一等奖
	省级企业技术中心
	华夏建设科学技术奖
2015	国家科学技术进步二等奖
	国家知识产权优势企业
	广东省建筑构配件工程技术研发中心
2016	广东省知识产权示范企业
2017	中国钢结构金奖
2018	国家知识产权示范企业
	高新技术企业
2020	广东省高新技术产品认定

数据来源：公司官网，招股说明书，广发证券发展研究中心

得益于公司的品牌效应、优质的产品、完善的直销渠道和强大的服务能力、全品类高效供应能力，公司客户粘性强，一方面有利于提升传统建筑五金业务市占率，另一方面对新产品拉力明显，可快速导入新产品，提升客单价和公司人均产值，规模优势愈发明显，同时也能帮助客户大大降低采购成本和提升采购效率，实现共赢。以地产商500强首选供应商数据为例，根据地产商500强首选建筑五金供应商品牌排行榜，坚朗首选率连续四年排名稳居第一，2017-2020年首选率分别为17%、18%、19%、20%，首选率逐年提升，龙头地位逐步稳固；除建筑五金外，公司旗下多个品牌入围2020年地产商500强首选供应商品牌前十名，新风系统行业的格兰斯柯以6%的首选率排名第六，智能门锁行业的海贝斯以5%的首选率排名第七，管材管件行业的金鹏管材以2%的首选率排名第十。

表 19：地产商 500 强首选五金类供应商品牌前十名（2017-2020 年）

五金	2017		2018		2019		2020	
排序	品牌名称	品牌首选率	品牌名称	品牌首选率	品牌名称	品牌首选率	品牌名称	品牌首选率
1	坚朗	17%	坚朗	18%	坚朗	19%	坚朗	20%
2	国强	12%	合和	14%	合和	15%	兴三星	16%
3	春光五金	10%	兴三星	10%	兴三星	12%	合和	14%
4	丝吉利娅	8%	国强	9%	国强	9%	国强	9%
5	诺托	8%	诺托	8%	丝吉利娅	8%	丝吉利娅	8%
6	合和	7%	立兴杨氏	7%	立兴杨氏	8%	立兴杨氏	6%
7	海福乐	5%	丝吉利娅	5%	诺托	6%	田边	5%
8	祥盛五金	3%	海福乐	4%	田边	3%	雄进	4%
9	立兴杨氏	2%	田边	2%	雄进	2%	诺托	3%
10	田边	1%	祥盛五金	1%	格屋	1%	格屋	1%
合计		73%		78%		83%		86%

数据来源：中国房地产业协会、中国房地产测评中心，广发证券发展研究中心

表20：坚朗五金旗下多个品牌入围2020年地产商500强首选供应商品牌前十名

行业	品牌	首选率	首选率排名
建筑五金	坚朗	20%	1
新风系统	格兰斯柯	6%	6
智能门锁	海贝斯	5%	7
管件管材	金鹏管材	2%	10

数据来源：中国房地产业协会、中国房地产测评中心，广发证券发展研究中心

四、坚朗未来的增长点

公司未来的增长点来自几方面：（1）传统建筑五金（门窗五金、点支承玻璃幕墙构配件、门控五金、不锈钢护栏构配件）的份额提升，在传统建筑五金超1000亿元的市场中公司2020年收入48亿元，公司市占率仅为4%，在未来地产集采比例提升、国民消费水平提升、中高端产品逐渐占据建筑五金市场的背景下，公司进行产能扩张、产品研发、渠道拓展，凭借公司在建筑五金领域强大的竞争力，份额提升空间还很大。（2）新品类放量：来自数量增长和单品体量提升，公司在2016年大品类数量仅为13个，2019年超过60个，2020年超过110个，且同时有几十个导入产品未放量，新品类数量快速增长，2016-2020年新产品（家居类产品+其他建筑五金）收入增速均超过60%，新产品收入占比从11%提升至29%，目前大部分新产品仍在培育期，单品体量仍有待提升，未来在数量增长和单品体量提升双重驱动力下，新品类放量可期。（3）海外市场贡献增量：中国制造业全球竞争力越来越强，坚朗产品竞争力强、品牌优势明显，近两年公司在港澳台和海外地区的收入增速开始提升，在新房占比高、以B端五金为主的发展中国家，借助国家推动“一带一路”大战略的有利契机，坚朗产品能够较快切入市场，公司海外布局也在加速，有望贡献明显增量。（4）人均效率提升带来业绩增长弹性：2019年以来销售人员人均收入显著增长，主要来自品类延伸和新员工成熟后的产值提升；随着公司人均效率提升，单位收入对应生产、销售和管理投入减少，费用率下滑带来公司盈利能力提升。

表21：公司收入结构分析

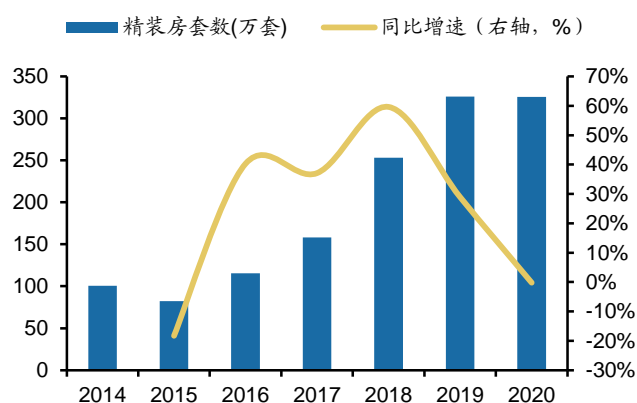
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
公司总收入（亿元）	11.1	14.1	17.5	20.3	23.3	27.1	31.8	38.5	52.6	67.4
YOY		26.8%	23.8%	15.8%	14.9%	16.4%	17.4%	21.2%	36.4%	28.2%
传统建筑五金收入（亿元）	10.9	13.7	16.6	19.3	22.0	25.0	28.2	32.2	42.2	47.7
YOY		25.9%	20.7%	16.3%	14.1%	13.7%	12.7%	14.2%	30.9%	13.0%
占比	97.9%	97.2%	94.8%	95.3%	94.6%	92.4%	88.7%	83.6%	80.3%	70.7%
市占率						2.1%	2.4%	2.7%	3.6%	4.0%
新产品收入（亿元）	0.2	0.4	0.9	1.0	1.3	2.0	3.6	6.3	10.4	19.7
YOY		68.7%	131.1%	5.8%	30.6%	63.4%	74.9%	76.0%	64.3%	90.1%
占比	2.1%	2.8%	5.2%	4.7%	5.4%	7.6%	11.3%	16.4%	19.7%	29.3%
大品类数量（个）						13			60+	110+
平均单品类体量（亿元）						2.1			0.9	0.6
销售人员（人）	1382	1464	1807	2531	2955	3231	3829	4180	4639	5362
人均创收（万元）	80.6	96.5	96.8	80.0	78.7	83.8	83.0	92.2	113.3	125.6
港澳台及海外地区收入（亿元）	1.9	1.9	2.1	2.3	2.7	3.4	3.9	4.0	4.9	7.1
YOY		1.2%	7.8%	9.5%	17.8%	27.3%	12.6%	4.1%	22.3%	44.9%

数据来源：公司财报，招股说明书，广发证券发展研究中心

（一）传统建筑五金市占率提升

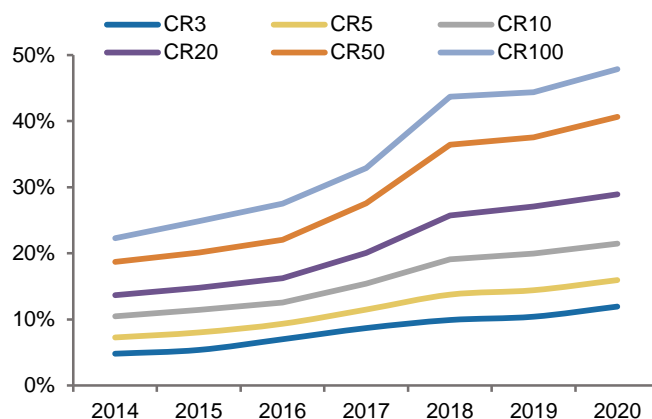
集采和地产集中度提升背景下，对于建筑五金供应商提出更高要求，有利于龙头企业份额提升。大型房开商对建筑材料较早就采用集采模式，精装房加速集采发展，近年集采比例持续提升，房开商倾向于选择中高端产品和有实力的头部供应商。与传统的采购模式相比，集采成本更低、采购效率更高、品质保障更强、保供能力更强，近年来精装房渗透率提升，加速了房开商集采趋势，集采越来越成为主流采购方式。房开商采购合同的持续年限和招标体量一般都较大，地产商集采倾向于选择中高端产品，且更倾向于选择保供能力强、资金实力雄厚、有一定品牌力、能够提供快速响应服务的供应商，地产集采趋势使得订单进一步向建筑五金头部供应商集中。建筑五金一般采用甲指乙供，五金公司向门窗企业、工程公司和施工队等供货。房开商集中度持续提升，有利于集采快速推广，带来建筑五金市场需求结构向中高端变化，进而提升上游建筑五金产品集中度。按销售面积计算的中国房地产企业CR50从2014年的19%提升至2020年的41%，CR100从2014年的22%提升至2020年的48%，房地产市场也呈现向头部房企集中的趋势，带来上游材料采购主体的集中，叠加大地产商集采趋势，大批量、系统化的五金产品供应要求企业具备强大的设计生产能力、柔性化的生产管理以及快速的响应能力，有利于龙头企业份额提升。

图55：精装房开盘数量及同比增速



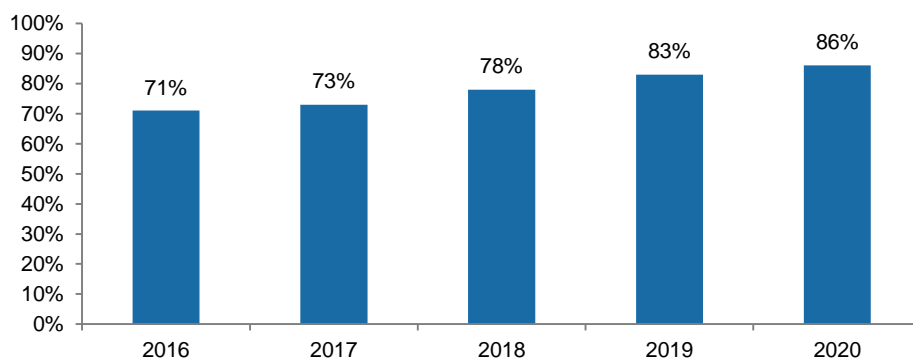
数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

图56：按销售面积计算的房地产行业集中度



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

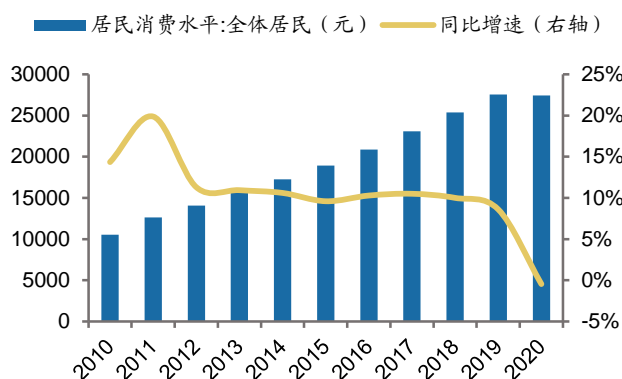
图57：房地产TOP500首选建筑五金供应商前十名首选率加总



数据来源：中国房地产业协会、中国房地产测评中心，广发证券发展研究中心

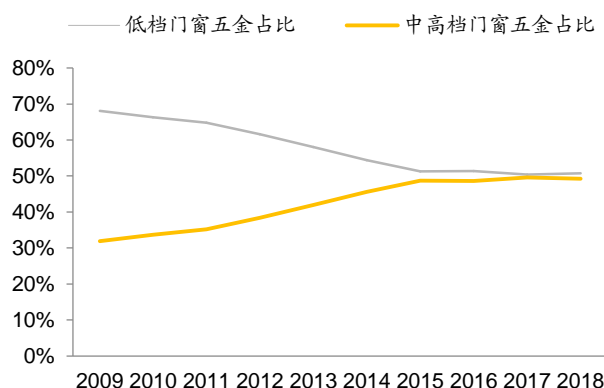
国民消费水平提升，建筑五金产品向中高端化发展，利好专注中高端市场的龙头企业。随着国民的消费水平的提升，人们对于产品品质的不断追求，建筑五金产品也逐渐趋于中高端化。以门窗五金为例，2009年中高档门窗五金产品占比为29%，但在2018年这一比例达49%，中高端产品逐渐占据市场，建筑五金包括传统建筑五金、智能家居五金、精装房五金、其他五金辅材等等，产品会较大程度地影响建筑的性能和装饰效果，生活水平与消费水平的提升，使得消费者对于建筑安全、建筑节能和建筑美学愈加关注，消费者对建筑五金产品质量要求上升，中高端产品优势明显。

图58：2010年-2020居民消费指数：全体居民



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

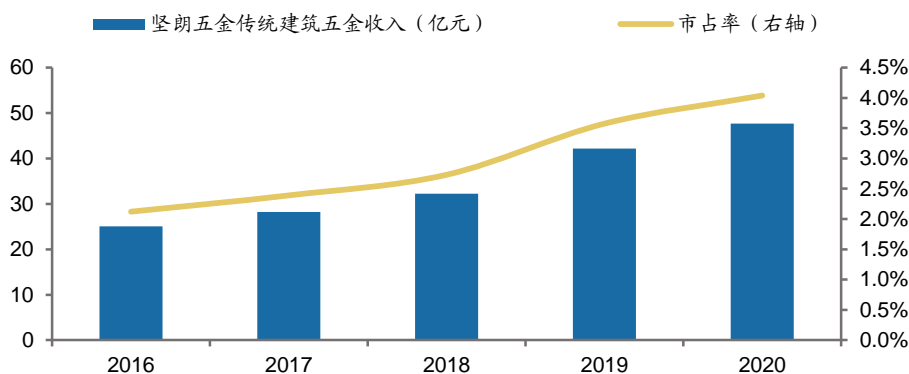
图59：2009-2018门窗五金低端及中高端占比情况



数据来源：中国幕墙网，广发证券发展研究中心

建筑五金行业集中度低，正在加速集中。我国建筑五金企业数量众多，根据中国幕墙网，2020年达4000多家，呈现出层次化竞争格局。在低端市场，企业规模较小，品牌意识薄弱，产品技术含量低，同质化严重，只能以零散的形式参与区域市场的竞争，在五金产品中高端化趋势下，低端市场逐渐萎缩；在中高端市场，企业依靠其品牌、生产工艺和技术、自主知识产权、规模和渠道等优势，系统化生产中高端五金产品，积极跻身全球市场，国内建筑五金中高端市场以外资品牌和坚朗等优秀民族品牌为主导。在传统建筑五金超1000亿元的市场中，坚朗五金作为国内建筑五金龙头，2020年传统建筑五金收入48亿元，市占率仅为4%，仍处于较低水平，在未来地产商集采比例提升和国民消费水平提升、中高端产品逐渐占据建筑五金市场的背景下，公司凭借在建筑五金领域构筑起的强大竞争力，份额提升空间还很大。

图60：坚朗五金传统建筑五金收入及市占率

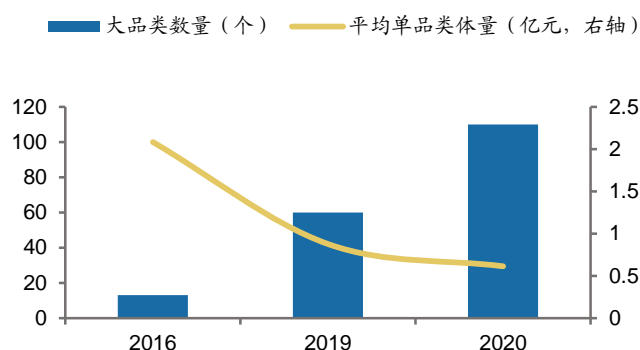


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（二）新品类放量：数量增长和单品体量提升

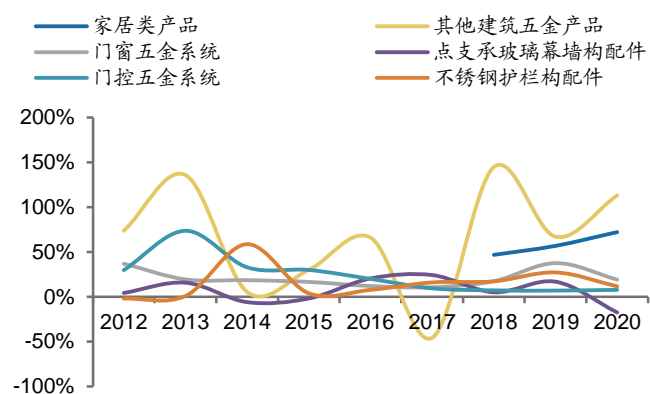
公司在2016年大品类数量仅为13个，2019年超过60个，2020年超过110个，且同时有几十个导入产品未放量，新品类数量快速增长，2016-2020年新产品（家居类产品+其他建筑五金）收入增速均超过60%，显著高于传统建筑五金产品，带来公司整体收入增长中枢上行，新产品收入占比从11%提升至29%，目前大部分新产品仍在培育期，2020年新上很多新产品后单品体量明显下滑，目前单品体量仍很低有待提升，未来在数量增长和单品体量提升双重驱动力下，新品类放量可期。

图61：坚朗五金大品类数量和平均体量



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图62：坚朗五金各项业务收入增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（三）海外市场贡献增量

中国制造业全球竞争力越来越强，坚朗产品竞争力强、品牌优势明显，坚朗产品能够较快切入市场，近两年港澳台和海外地区收入增速开始提升，2020年占比达到10.6%。国际化是公司发展的重要战略组成部分，公司借助国家推动“一带一路”大战略的有利契机，积极开发“一带一路”相关新兴国家的市场，近年来已设立12个海外备货仓，将中国仓储式销售复制到海外，以快速响应客户供货需求。产品已销往100多个国家和地区，其中“一带一路”国家及中东地区占比较高，并在印度、越南、印尼、马来西亚、墨西哥等国家设立子公司。海外子公司使用相同的信息化系统对接，员工本地化布局，同时引入海外本土化人才。海外市场有望复制国内成功模式，贡献明显增量。

表22：公司港澳台及海外地区业务情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
港澳台及海外地区收入（亿元）	1.9	1.9	2.1	2.3	2.7	3.4	3.9	4.0	4.9	7.1
YOY		1.2%	7.8%	9.5%	17.8%	27.3%	12.6%	4.1%	22.3%	44.9%
占比	17.1%	13.7%	11.9%	11.3%	11.5%	12.6%	12.1%	10.4%	9.3%	10.6%
港澳台及海外地区销售人员（人）	186	178	182	213	255					
YOY		-4.3%	2.2%	17.0%	19.7%					
占比	13.5%	12.2%	10.1%	8.4%	8.4%					

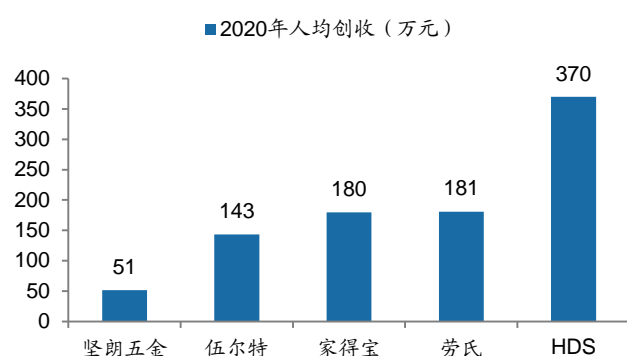
港澳台及海外地区销售联络点(个)	29	24	25	26	27					
YOY		-17.2%	4.2%	4.0%	3.8%					
占比	14.0%	10.9%	10.9%	9.5%	8.5%					

数据来源：公司财报，招股说明书，广发证券发展研究中心

(四) 人均效率提升带来业绩增长弹性

坚朗五金和海外平台型公司的人均效率仍有很大差距，未来提升空间很大。往后看，随着公司人均效率提升，单位收入对应生产、销售和管理投入减少，费用率下滑带来公司盈利能力提升。

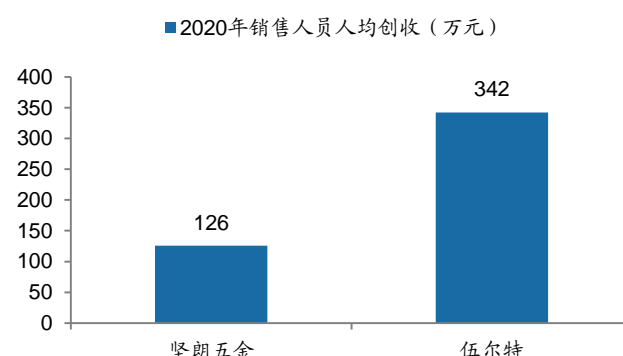
图63：2020年人均创收（人民币万元）



数据来源：公司财报，Bloomberg，广发证券发展研究中心

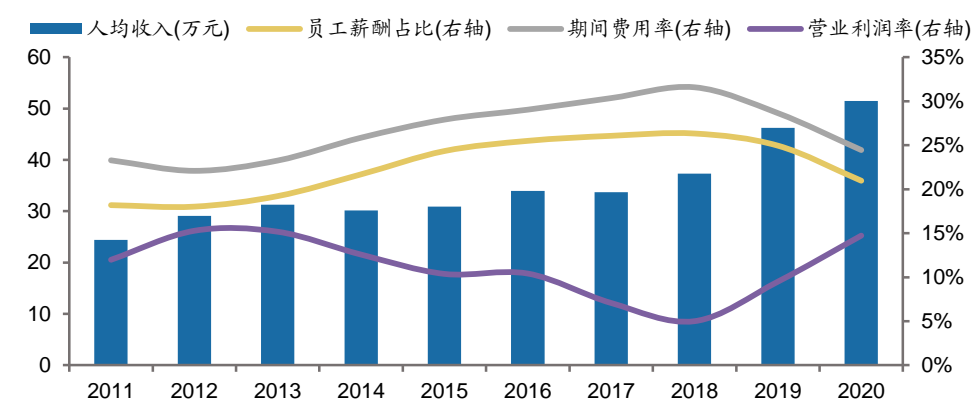
注：HDS为2019年数据

图64：2020年销售人员人均创收（人民币万元）



数据来源：公司财报，Bloomberg，广发证券发展研究中心

图65：公司人均创收与费用率、营业利润率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

五、盈利预测和投资建议

坚朗五金以传统建筑五金起家，定位建筑配套件集成平台，持续扩品类、提份额，平台型公司显现。公司通过完善的直销渠道和服务能力、强大的供应链管理、多品牌标准化生产、持续信息化建设等，在销售端-生产端-交付端全流程树立了高效率的壁垒，背后是公司强大的管理能力支撑。未来公司增长点主要有：一是传统建筑五金份额提升，公司作为国内建筑五金行业的领军企业，市占率仅4%，提升空间很大；二是在新品类数量增长和单品体量提升双重驱动力下，新品类放量可期；三是海外市场有望复制建立在中国的成功模式，贡献增量；四是人均效率提升，单位收入对应生产、销售和管理投入减少，费用率下滑带来公司业绩增长弹性。

具体到各项业务关键假设：

建筑五金产品：传统建筑五金产品包括门窗五金、门控五金、点支撑玻璃幕墙构配件与不锈钢玻璃护栏，公司作为国内建筑五金行业的领军企业，在传统建筑五金市场竞争力突出，随着公司销售人员的扩张，四种产品均呈现增长态势。我们预计2021-2023年门窗五金的收入增速分别为28%、25%、22%，门控五金的收入增速分别为15%、15%、10%，点支撑玻璃幕墙构配件收入增速分别为10%、10%、10%，不锈钢护栏构配件收入增速分别为20%、20%、20%。

家居类产品与其他建筑五金产品：公司在现有渠道上进行多品类扩张，家居类产品与其他建筑五金产品作为扩张的重点，新品数量扩张和单品体量提升双重驱动，未来三年有望保持高速增长态势。我们预计2021-2023年家居类产品的收入增速分别为50%、50%、40%，其他建筑五金产品收入增速分别为70%、50%、50%。

销售费用率：公司仍处于扩张期，仍需要加大广告宣传费投入和招聘销售人员，但收入的增速要快于销售费用的扩张，预计2021-2023年销售费用率持续下滑，我们预计2021-2023年销售费用率分别为13.0%、12.5%、12.2%。

管理费用和研发费用率：随着公司销售收入增长，规模优势凸显，将摊薄管理费用率，但股权激励费用将增加管理费用；公司持续加大研发投入，开发新产品并提高产品品质，但规模效应下将摊薄研发费用率。预计2021-2023年管理费用率分别为4.7%、4.7%、4.5%，研发费用率分别为3.5%、3.4%、3.3%。

表23：坚朗五金盈利预测表

主营业务		2019	2020	2021E	2022E	2023E
门窗五金	收入（万元）	311,960	371,638	475,697	594,621	725,437
	YOY	38%	19%	28%	25%	22%
	成本（万元）	178,085	208,244	271,147	335,961	406,245
	YOY	35%	17%	30%	24%	21%
	毛利率（%）	42.9%	44.0%	43.0%	43.5%	44.0%
门控五金	收入（万元）	34,131	36,751	42,263	48,603	53,463
	YOY	7%	8%	15%	15%	10%

	成本（万元）	22,124	22,867	26,626	30,134	32,880
	YOY	13%	3%	16%	13%	9%
	毛利率（%）	30.0%	37.8%	37.0%	38.0%	38.5%
点支承玻璃幕墙构配件	收入（万元）	55,820	46,009	50,610	55,671	61,238
	YOY	17%	-18%	10%	10%	10%
	成本（万元）	35,783	29,508	32,897	35,630	38,886
	YOY	11%	-18%	11%	8%	9%
	毛利率（%）	35.9%	35.9%	35.0%	36.0%	36.5%
不锈钢护栏构配件	收入（万元）	19,901	22,210	26,652	31,982	38,379
	YOY	27%	12%	20%	20%	20%
	成本（万元）	11,951	14,408	17,590	20,788	24,754
	YOY	13%	21%	22%	18%	20%
	毛利率（%）	40.0%	35.1%	34.0%	35.0%	35.5%
家居类产品	收入（万元）	56,144	96,637	144,955	217,433	304,406
	YOY	57%	72%	50%	50%	40%
	成本（万元）	36,763	63,007	92,771	136,983	188,732
	YOY	50%	71%	47%	48%	38%
	毛利率（%）	34.5%	34.8%	36.0%	37.0%	38.0%
其他建筑五金产品	收入（万元）	44,213	94,212	160,160	240,241	360,361
	YOY	67%	113%	70%	50%	50%
	成本（万元）	29,022	65,882	107,307	156,156	230,631
	YOY	47%	127%	63%	46%	48%
	毛利率（%）	34.4%	30.1%	33.0%	35.0%	36.0%
总计	收入（万元）	525,513	673,703	909,083	1,200,794	1,560,425
	YOY	36%	28%	35%	32%	30%
	成本（万元）	316,265	409,243	555,947	726,058	936,526
	YOY	32%	29%	36%	31%	29%
	毛利率（%）	39.8%	39.3%	38.8%	39.5%	40.0%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

投资建议：给予“买入”评级。我们预计公司2021-2023年EPS分别为3.60/5.15/7.15元，最新收盘价对应PE分别为53/37/27倍。我们选取防水行业的东方雨虹作为可比公司，坚朗五金和东方雨虹都是建材行业优秀龙头公司，东方雨虹主要在防水大单品上进行纵向整合，坚朗五金定位建筑配套件集成平台，在建筑配套件领域做横向整合，市场空间更广阔，公司持续扩品类、提份额，未来几年将保持更高速增长态势，故给予坚朗五金更高的估值，2020年东方雨虹和坚朗五金PE分别为27x、57x，历史估值也有分化；根据wind一致预期，东方雨虹和坚朗五金21年PEG分别为1.18、1.26，22年PEG分别为0.93和0.92，PEG估值水平基本相当。参考可比公司估值及公司业绩增长预期，我们给予公司2021年合理价值238.89元/股的判断，对应公司2021年、2022年PE 分别约为66x、46x，维持“买入”评级。

表24：可比公司估值表

	收盘价(元/股, 2021/7/12)	EPS(2021E, 元/股)	EPS(2022E, 元/股)	PE(2021E, x)	PE(2022E, x)
东方雨虹	55.58	1.72	2.18	32.30	25.50

数据来源：Wind（均为 Wind 一致预期），广发证券发展研究中心

六、风险提示

（1）下游需求下滑的风险。建筑配套件业务直接受下游建筑业的影响，而建筑业的发展与房地产业紧密相关，房地产需求增速有下滑的风险。

（2）主要原材料价格波动的风险。公司生产经营所需的主要材料为不锈钢、铝合金、锌合金和零配件，近三年不锈钢、铝合金、锌合金和零配件合计占公司生产成本的比重分别67.39%、68.9%和66.9%。不锈钢、铝合金和锌合金价格的波动对公司的经营业绩产生一定的影响。

（3）应收账款余额较大且增长较快带来的风险。2018-2020年近三年年末，公司应收账款账面价值分别为99601万元、121212万元和176640万元，公司面临一定的应收账款余额较大且增长较快的风险。

（4）新市场和新客户拓展低于预期等。如果新市场的业务拓展无法达到预期，会影响到公司业务的持续快速增长。

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	3,749	5,302	6,699	8,634	11,230	
货币资金	657	1,002	1,100	1,424	2,020	
应收及预付	1,567	2,703	3,479	4,600	5,987	
存货	944	1,035	1,523	1,989	2,566	
其他流动资产	581	563	596	620	658	
非流动资产	1,204	1,457	1,812	2,256	2,789	
长期股权投资	136	141	141	141	141	
固定资产	621	845	1,158	1,563	2,061	
在建工程	111	75	105	135	165	
无形资产	272	271	283	292	297	
其他长期资产	63	125	125	125	125	
资产总计	4,952	6,759	8,511	10,890	14,019	
流动负债	1,755	2,540	3,318	4,281	5,445	
短期借款	21	43	40	0	0	
应付及预收	1,183	1,560	2,048	2,721	3,477	
其他流动负债	551	936	1,230	1,560	1,967	
非流动负债	36	109	109	109	109	
长期借款	2	61	61	61	61	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	34	48	48	48	48	
负债合计	1,791	2,649	3,427	4,390	5,554	
股本	322	322	322	322	322	
资本公积	982	1,035	1,035	1,035	1,035	
留存收益	1,866	2,635	3,535	4,845	6,664	
归属母公司股东权益	3,071	3,988	4,887	6,197	8,017	
少数股东权益	91	123	196	302	449	
负债和股东权益	4,952	6,759	8,511	10,890	14,019	

利润表	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,255	6,737	9,091	12,008	15,604
营业成本	3,163	4,092	5,559	7,261	9,365
营业税金及附加	37	50	67	89	115
销售费用	985	930	1,182	1,501	1,904
管理费用	267	300	427	564	702
研发费用	253	267	318	408	515
财务费用	0	10	19	27	35
资产减值损失	-15	-23	-32	-42	-55
公允价值变动收益	4	1	1	1	2
投资净收益	-8	-3	5	12	31
营业利润	499	992	1,401	2,009	2,790
营业外收支	-2	-2	-2	-2	-2
利润总额	498	990	1,399	2,007	2,788
所得税	58	121	168	247	343
净利润	439	869	1,231	1,760	2,445
少数股东损益	0	52	74	106	147
归属母公司净利润	439	817	1,157	1,655	2,298
EBITDA	649	1,223	1,673	2,334	3,167
EPS（元）	1.37	2.54	3.60	5.15	7.15

现金流量表	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	619	501	889	1,344	1,808
净利润	439	869	1,231	1,760	2,445
折旧摊销	100	125	136	149	164
营运资金变动	19	-565	-516	-607	-836
其它	60	71	38	41	35
投资活动现金流	-460	-297	-482	-576	-659
资本支出	-223	-304	-487	-588	-690
投资变动	-144	-23	-1	-1	-2
其他	-93	30	5	13	33
筹资活动现金流	63	133	-309	-444	-554
银行借款	555	210	-3	-40	0
股权融资	0	2	0	0	0
其他	-493	-79	-305	-404	-554
现金净增加额	222	336	98	324	596
期初现金余额	398	621	1,002	1,100	1,424
期末现金余额	621	957	1,100	1,424	2,020

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	36.4%	28.2%	34.9%	32.1%	29.9%
营业利润增长	158.9%	98.8%	41.2%	43.4%	38.8%
归母净利润增长	155.2%	86.0%	41.6%	43.0%	38.9%
获利能力					
毛利率	39.8%	39.3%	38.8%	39.5%	40.0%
净利率	8.4%	12.9%	13.5%	14.7%	15.7%
ROE	14.3%	20.5%	23.7%	26.7%	28.7%
ROIC	15.2%	22.8%	26.1%	29.2%	30.9%
偿债能力					
资产负债率	36.2%	39.2%	40.3%	40.3%	39.6%
净负债比率	56.7%	64.4%	67.4%	67.6%	65.6%
流动比率	2.14	2.09	2.02	2.02	2.06
速动比率	1.58	1.65	1.54	1.53	1.57
营运能力					
总资产周转率	1.06	1.00	1.07	1.10	1.11
应收账款周转率	4.34	3.81	4.06	4.06	4.06
存货周转率	5.57	6.51	5.97	6.04	6.08
每股指标 (元)					
每股收益	1.37	2.54	3.60	5.15	7.15
每股经营现金流	1.92	1.56	2.76	4.18	5.62
每股净资产	9.55	12.40	15.20	19.27	24.93
估值比率					
P/E	22.32	56.66	52.72	36.86	26.54
P/B	3.19	11.61	12.48	9.84	7.61
EV/EBITDA	14.13	37.14	35.87	25.55	18.64

广发建材行业研究小组

邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。

谢璐：资深分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。

张乾：研究助理，南京大学硕士，2020年6月加入广发证券发展研究中心。

苗蒙：研究助理，南京大学材料工程硕士，2021年3月加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfhqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。