

坚朗五金（002791.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

杜佳玲
建材研究员

2025年12月15日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	21.77
总市值	77.04亿
PE-TTM	104.56
PB-MRQ	1.39

估值结果

价值	81.27亿
DDM估值	上行空间 5.5%
状态	合理估值
价值	72.87亿
动态估值	上行空间 -5.4%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	☆☆☆☆☆
盈利趋势	☆☆☆☆☆
产业格局	☆☆☆☆☆
护城河	☆☆☆☆☆

核心评级结论

坚朗五金是国内建筑五金行业的大型企业，从事中高端建筑五金系统及金属构配件等相关产品的研发、生产和销售，拥有的“坚朗”、“坚宜佳”品牌已经成为建筑五金行业的著名品牌。

综合来看，当前公司成长空间相对有限，主因所属建筑五金行业逐步迈入成熟期，业务增速放缓，短期内公司横向扩张较为审慎，新品类培育不及预期；作为国内建筑五金的龙头，坚朗五金拥有一定规模经济及渠道优势，后续随建筑五金中高端产品及海外业务占比提升，整体盈利趋势向好；当前行业内中小企业逐步出清，市场份额将进一步向具备供应能力的大型企业集中，公司作为行业龙头将率先受益，产业格局相对较好；受益于规模经济及渠道护城河，公司成本控制相较中小企业有一定优势，竞争者难以复制。

基于未来业绩稳健增长，业务市占率提升，盈利修复的假设，当前公司估值合理。

我们区别于市场的观点

市场认为坚朗五金海外市场及新场景拓展将成为公司的新增长极，核心逻辑在于海外业务可复制国内成熟模式快速渗透，新场景方面公司多品类的集成供应能力与下游客户采购需求契合，有望持续抢占市场。

我们认同公司潜在的成长方向，但认为坚朗五金当前在海外市场发展有一定局限性，从当前业务情况来看，该模式在与中国市场适配度高的国家（如越南）相对有效，但在其他差异化市场的长期发展或存疑，而中短期内公司新场景业务发展中尚有一些瓶颈亟待解决，例如需求不完全适配的情况，因此站在当前时点，我们给予相对更加保守的预期。

风险提示

如未来需求持续承压，地产政策不及预期，可能对公司营收增长产生一定影响；公司应收账款余额较多，若主要客户出现信用恶化，可能引发坏账计提上升，进一步侵蚀利润。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 营销强度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	9

1. 基本信息

坚朗五金创建于2003年，于2016年上市，是国内规模最大的门窗幕墙五金生产企业之一，公司主要从事中高端建筑五金系统及金属构配件等相关产品的研发、生产和销售，打造“研发+制造+服务”全链条运营模式，拥有的“坚朗”、“坚宜佳”、“海贝斯”、“新安东”品牌已经成为建筑五金行业的著名品牌。

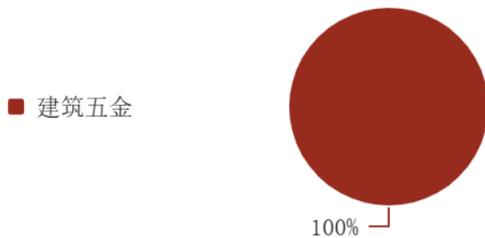
2. 业务介绍

对于坚朗五金公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

建筑五金：

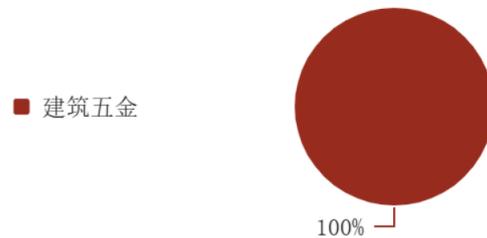
建筑五金作为传统建筑材料，包含大量非标准化产品，兼具产品种类丰富、工艺复杂、工序繁杂、加工精度要求严格等特性。其产品涵盖门窗五金、门控五金、点支承玻璃幕墙构配件、不锈钢护栏构配件等各类建筑五金，广泛应用于各类民用建筑、商业建筑及公共建筑。公司目前为止为国内A股上市公司中建筑配套品类最多的集成供应商，在原有建筑门窗幕墙五金、门控五金、不锈钢护栏构配件等产品线基础上，加码智能锁等智能家居、卫浴及精装房五金产品，拓展至安防、地下综合管廊、消防排烟与智能通风窗等多个应用领域，我们对该业务的竞争市场定义为中国境内。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

坚朗五金的商业模式本质是在低集中度、高碎片化的B端建材市场中，通过渠道整合与服务升级，构建“集成供应平台”。公司以自建的庞大直销渠道网络直接服务客户，提供从门窗幕墙五金到智能家居等多元产品的“一站式”集成采购。公司通过深度应用的数字化管理平台，高效整合“研发+制造+服务”全链条，实现快速响应与协同，从而构建了区别于传统五金分销的强服务壁垒和规模优势。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

综合来看，坚朗五金的资产强度中等。2024年，公司固定资产和在建工程占总资产比例约15%，单位收入所需要的固定资产约为0.2，核心源于其轻资产运营与高效资产利用的平衡。建筑五金生产无需大额专用设备投入，叠加“核心自制+部分工序外协”策略及智能制造升级，资产产出效率高。

3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

坚朗五金的营销强度较高。近三年，公司销售费用率在16%-17%之间，销售费用占营业总成本的占比约为17%。建筑五金产品品类繁杂，应用场景分散，客户群体多元，公司直销模式的搭建需依赖广泛的线下销售与技术服务团队支撑，对人力和渠道的投入高。在行业竞争激烈背景下，公司还需持续进行客户维护和终端推广巩固市场份额，且近几年营收规模收缩使得销售费用率被动抬升。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

坚朗五金的客户集中度低。2024年，公司前五大客户销售额占比仅为2.57%。建筑五金应用场景分散，直销模式使公司可直接触达不同规模的客户，无需依赖经销商或代理商，同时公司能够灵活响应各类客户需求，拓展广泛客户基础，避免对单一大客户的依赖，最终实现客户结构分散，单一大客户风险显著降低。

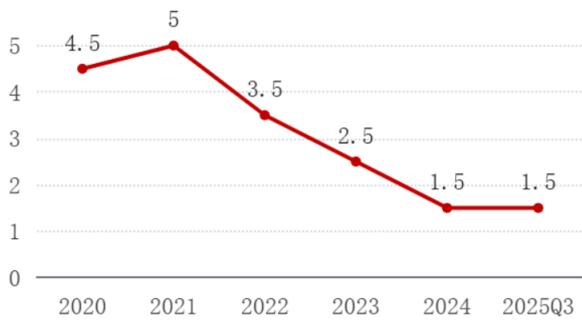
4. 历史经营绩效

过去几年间，受房地产行业深度调整及应收账款减值等因素拖累，公司的业绩呈现下滑趋势，成长能力与盈利能力显著弱化，业务控制力始终处于偏低水平，公司股东回报能力随业绩波动下滑，公司正处于战略转型的阵痛期。

4.1 历史盈利能力

☆☆☆☆☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



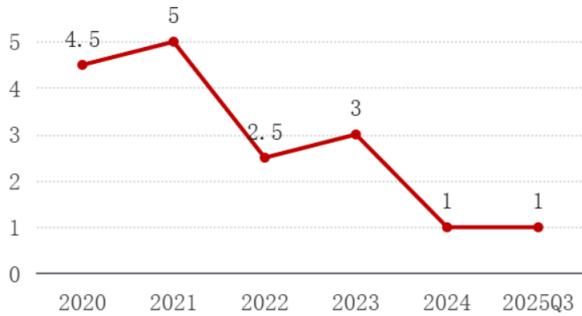
数据来源：公司财报，壹评级

近年来，公司历史盈利能力星级呈下滑趋势。2021年原材料价格大幅上涨，成本端压力激增，公司毛利率大幅下滑，尽管后续原材料价格维持相对稳定，公司毛利率下探后近三年维持在相对稳定水平，但直销模式下庞大销售网络的固定支出无法随收入下滑同步减少，期间费用率被动抬升，叠加地产信用风险带来的大额信用减值损失计提以及参股公司亏损导致的投资收益下降，公司盈利质量有所恶化，净利率位于较低水平。

4.2 历史成长能力

☆☆☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



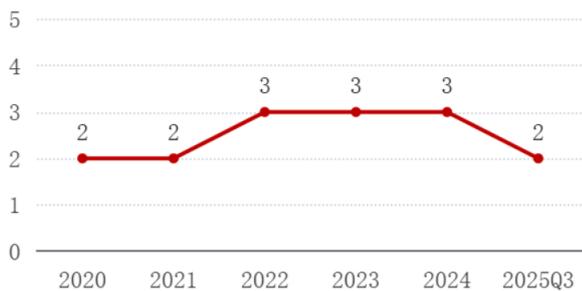
数据来源：公司财报，壹评级

近几年，公司历史成长能力星级呈现下降趋势，当前位于较低水平。公司对房地产行业高度依赖（门窗五金占主营业务比例较大），受房地产行业深度调整以及宏观经济增速放缓的影响，下游客户需求疲软，工程项目开工与结算进度双双放缓，订单转化受阻，营收大幅下滑，而收入端收缩与成本端刚性支出形成双重挤压，导致利润下滑幅度远超收入。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

☆☆☆☆☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



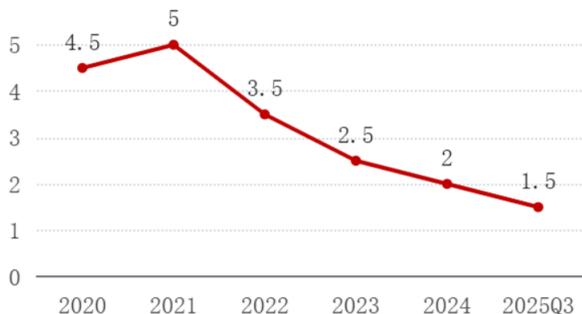
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力星级始终维持在中等偏低水平。公司受下游客户资金周转困难影响，应收账款账龄结构拉长，回款难度加大，对下游议价能力受限；从上游来看，公司付现比提升，对供应商的应付账款逐步恢复正常支付，对上游占用资金减少，直销模式下分散的客户增加了管理成本与回款风险，公司整体的业务控制力处于较弱水平。

4.4 股东回报评级

☆☆☆☆☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报能力星级下滑，当前处于较低水平。一方面，受到盈利持续承压下滑影响，公司可供分配的利润基数大幅减少；而在行业下行周期中，公司面临应收账款坏账风险和经营不确定性，需预留现金流以维持运营及海外和新场景业务的拓展，进一步限制了分红潜力。

5. 四维评级

当前时点来看，坚朗五金成长空间偏弱，盈利趋势和产业格局相对良好，具备规模经济和渠道护城河，且持续性相对较好，总体来看公司基本面相对较优。

5.1 成长空间

☆☆☆☆☆

坚朗五金的主营业务为建筑五金，所属行业或已进入成熟阶段，行业增速相对缓慢，成长空间相对有限。

建筑五金(1.5星):

公司建筑五金业务规模位于行业领先位置，后续成长点或在于产品高端化占比提升以及海外市场拓展，市占率仍有提升空间；而从行业来看，建筑五金行业的未来需求或仍有一定增量，但整体行业相对成熟，空间有限；而考虑其近期横向扩张的情况，公司新品类培育不及预期，尚未完全成型，未来成长的确定性和爆发力仍面临一定挑战，因此当前时点来看，公司建筑五金业务增速受到一定限制。

5.2 盈利趋势

☆☆☆☆☆

坚朗五金盈利趋势属于中等偏上水平，公司作为建筑五金龙头在行业下行期具备一定盈利韧性。

建筑五金(3.5星):

建筑五金产品差异化程度不高，无明显技术壁垒，中小厂商同质化竞争下价格战挤压利润，行业盈利能力未来或呈“低位趋稳”态势，而坚朗五金具备多品类集成供应能力，相比单一品类厂商更易绑定客户，叠加行业分散竞争格局下的头部规模优势和渠道网络，公司盈利能力优于行业平均水平。

5.3 产业格局

☆☆☆☆☆

坚朗五金所处产业格局良好，当前行业集中度低，较为分散，长期来看，行业集中度有望持续提升。

建筑五金(3.5星):

公司建筑五金业务规模位居行业领先水平，未来市占率仍有提升空间，且建筑五金作为刚需产品，替代风险低；不过行业进入壁垒并不算高，行业产能进入无需大额资本投入，资产轻重适中且专利壁垒薄弱，产品较为同质化，中小厂商可快速切入中低端市场，难以形成绝对竞争优势。

5.4 护城河

☆☆☆☆☆

坚朗五金有一定护城河且持续性相对较好，优势主要体现在规模经济和渠道。

表1: 护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
建筑五金	(3星) 公司建筑五金护城河宽度星级位于中等偏上水平。经壹评级调整后, 2024年该业务ROIC为15%, 公司市占率约8%, 业务控制力为2星。依托先发建立的规模和渠道优势, 公司为下游客户提供一站式集成产品和服务, 在行业下行期保持了相对的盈利韧性。	(3.5星) 该业务拥有规模和渠道护城河。1) 公司依托先发优势, 构建多SKU的产品矩阵, 实现采购、生产与管理的规模效应, 显著降低成本, 具备一定持续性; 2) 公司以直销为主, 搭建广泛线下销售与技术服务网络, 结合多品类集成供应能力, 能够匹配工程客户一站式采购需求, 有一定持续性。中小建筑五金企业主要以经销为主, 后发建立以上优势的难度较大, 相较之下, 公司护城河被颠覆的风险较低。

数据来源: 壹评级

6. 公司估值

根据壹评级的动态估值和DDM估值模型, 基于市占率提升, 盈利逐步修复的假设, 当前坚朗五金的估值处于合理估值位置。

6.1 核心假设及逻辑

公司的主要业务为建筑五金业务, 我们对该业务进行盈利预测并估值, 其预测核心假设及逻辑如下:

建筑五金:

收入假设: 我们参考行业规模以及公司市占率变化测算公司建筑五金业务的营业收入规模, 在公司市占率稳步提升(由当前8%提升至中长期15%)情况下, 保守估计未来五年该业务的CAGR落在0%-5%之间。

1) 传统建筑五金: 假设未来五年建筑业房屋竣工面积持续下滑, 降幅逐步收窄, 同时存量修缮需求逐步增长, 基于我们对行业需求以及公司业务发展的判断, 预计门窗五金系统业务的营收未来两年仍处于下滑态势, 2027年实现正增长, 未来五年复合增速在0%-5%区间; 公共商业建筑竣工面积未来同样维持下滑趋势, 降幅逐步收窄, 预计门控五金系统业务未来五年复合增速在0%-5%之间; 点支承玻璃幕墙构配件与不锈钢护栏构配件业务受益于海外市场的需求增长, 在国内工程端需求疲软情境下预计仍将实现较高增长, 未来五年复合增速在5%-10%之间。

2) 家居类、门窗构配件和其他建筑五金产品: 相对于传统五金业务, 公司新业务具有一定不确定性, 受参股公司亏损严重影响, 公司新投资减少, 预期近几年公司新品类扩张都将维持较为审慎的态度, 因此我们仅考虑公司内生增长, 保守假设未来五年复合增速在5%-10%之间。

盈利能力假设:

1) 随着产品结构优化、海外业务增长和成本控制成效显现, 中短期内公司整体毛利率缓步抬升, 后续假设稳定在32%水平。

2) 我们假设公司后续销售费用率和管理费用率随经营效率提升而下滑, 同时对公司应收账款减值进行计提, 计提金额随后续减值压力逐步缓解而下降。

表2: 公司整体业绩预测

坚朗五金	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	76.5	78.0	66.4	60.0	57.5	62.1	68.5	77.8
归母净利润(亿)	0.7	3.2	0.9	1.2	1.6	2.3	3.2	3.9
归母净利润增速(%)	-92.7	395.3	-72.1	29.2	41.0	39.7	40.4	21.8
经营性净利润(亿)	1.1	3.4	1.2	1.3	1.9	2.6	3.7	4.6
经营性净利润增速(%)	-88.4	203.4	-66.1	12.6	43.1	41.1	41.5	22.2
经营性归母净利润(亿)	0.9	3.2	0.9	1.1	1.6	2.2	3.2	3.9
经营性归母净利润增速(%)	-90.5	272.5	-72.8	29.0	43.1	41.1	41.5	22.2

数据来源: 壹评级

表3: 公司分业务业绩预测

建筑五金	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	76.5	78.0	66.4	60.0	57.5	62.1	68.5	77.8
收入增速(%)	-13.2	2.0	-14.9	-9.6	-4.1	7.9	10.3	13.6
经营性净利润(亿)	1.1	3.4	1.2	1.3	1.9	2.6	3.7	4.6
经营性净利率(%)	1.5	4.4	1.7	2.2	3.2	4.2	5.4	5.9
经营性净利润增速(%)	-88.4	203.4	-66.1	12.6	43.1	41.1	41.5	22.2

数据来源: 壹评级

6.2 动态估值

表4: 公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
建筑五金	10.0%	中等+	较好	较强	8.0%	17.08	4.1
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
建筑五金(亿)	15.2	51.2	66.4	14.8	12.2	3.9	72.9
公司整体测算(亿)	15.2	51.2	66.4	14.8	12.2	3.9	72.9

数据来源: 壹评级

6.3 DDM估值

表5: 公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
建筑五金(亿)	30.6	45.5	76.2	14.8	13.6	3.9	81.3
公司整体测算(亿)	30.6	45.5	76.2	14.8	13.6	3.9	81.3

数据来源: 壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

坚朗五金的估值确定性一般。建筑五金行业中小企业众多且分散，缺乏统一的行业统计数据，信息跟踪难度较大且持续性较弱；公司维度，信披颗粒度及一致性有进一步提升空间，历史业绩随地产波动较大，当前时点来看，未来新场景、新品类及海外业务扩张仍然具有不确定性。若出现市场竞争加剧或其他重大事件，预期会对公司营收、市占率、盈利能力等指标有较大影响。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X < -50%	-50% ≤ X < -30%	-33% ≤ X < -20%	-20% ≤ X < 25%	25% ≤ X < 50%	50% ≤ X < 100%	X ≥ 100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。