

# 悍高集团(001221.SZ)深度报告：国内家具五金 行业龙头，品牌&渠道&制造打造护城河

评级：买入(首次覆盖)

林昕宇(证券分析师)

S0350522110005

linxy01@ghzq.com.cn

赵兰亭(证券分析师)

S0350524080004

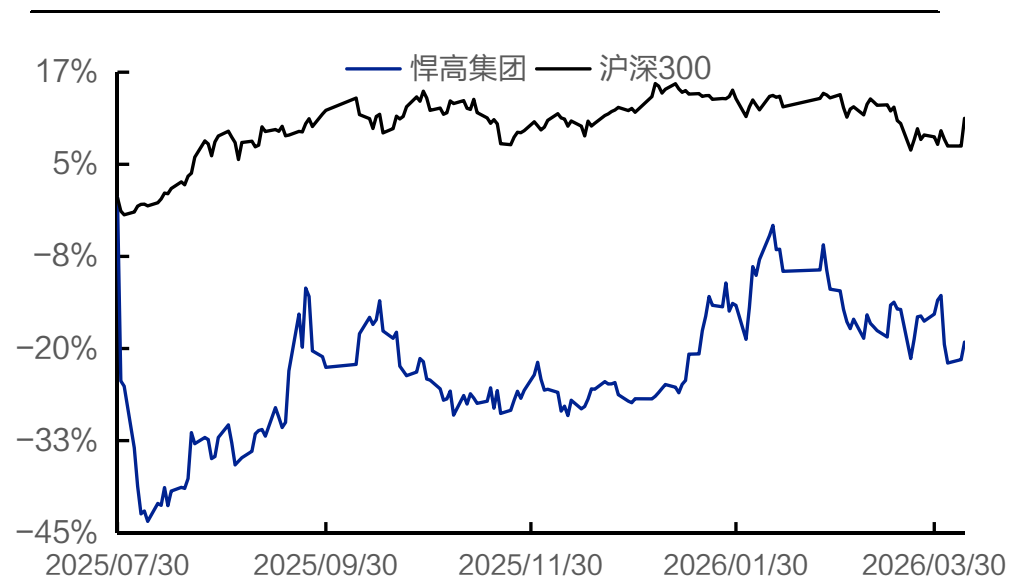
zhaolt@ghzq.com.cn

孙馨竹(联系人)

S0350124060027

sunxz@ghzq.com.cn

## 近期走势



## 市场数据

2026/04/17

|            |              |
|------------|--------------|
| 当前价格（元）    | 64.10        |
| 52周价格区间（元） | 44.90–120.00 |
| 总市值（百万）    | 25,640.64    |
| 流通市值（百万）   | 2,308.18     |
| 总股本（万股）    | 40,001.00    |
| 流通股本（万股）   | 3,600.90     |
| 日均成交额（百万）  | 58.48        |
| 近一月换手（%）   | 3.99         |

## 相对沪深300表现

| 表现    | 1M    | 3M    | 12M   |
|-------|-------|-------|-------|
| 悍高集团  | -5.7% | 2.2%  | -     |
| 沪深300 | 2.0%  | -0.1% | 25.4% |

# 核心提要

本篇报告解决了以下核心问题：1、公司作为国内家具五金龙头的成长性如何？2、所在行业的市场规模、发展阶段与国产替代趋势？3、公司凭借品牌、渠道与制造构筑的护城河是否稳固？

- ◆ **公司概况：业绩稳健增长的制造龙头。**公司成立于2004年，是家居五金及户外家具一体化制造商。2025H1营业收入保持增长，其中主要产品基础五金收入同比增长37.06%，占比达44.95%。销售以境内线下经销为主（2025H1占比52.34%），网络覆盖国内191个地级市，客户集中度低（前五大客户销售占比2024年仅为8.35%），经营结构健康。
- ◆ **行业空间广阔，整合与升级趋势并存。**我国家居五金行业市场规模在2024年已达2487亿元，据中国五金制品协会发布的《2024中国家具五金行业发展报告》，该市场规模预计2028年将增长至3244亿元。驱动因素明确，包括存量房翻新、消费升级带动中高端产品替代（如智能功能拉篮渗透率快速提升）。同时，行业下游的定制家居领域集中度较低，且公司对其销售收入依赖度低，这为公司通过自身渠道扩张获取份额提供了广阔空间。户外家具市场亦呈现国内外需求同步增长的态势。
- ◆ **品牌塑造&渠道先发&制造领先，公司护城河显著。**①品牌与渠道壁垒：“悍高”品牌通过多渠道建设已成为市场知名品牌；线下经销网络持续深化与下沉，截至2025年6月末经销商数量已达381个；同时成功切入多家头部家居企业及大型零售商的供应链体系。②研发与智造壁垒：公司注重研发，截至2025年3月4日累计拥有专利1173项；生产模式持续优化，自主生产比例不断提升，OEM及委外加工成本占主营业务成本比例已由2022年的41.54%降至2024年的35.15%。③运营与财务优势：相较于同业，公司展现出更优的期间费用控制能力、稳步提升的毛利率及健康的资产负债结构，运营效率突出。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**公司依托覆盖全国的渠道网络、深厚的技术与专利储备以及自主制造能力，在行业规模增长与集中度提升的双重趋势下，龙头地位有望进一步巩固，具备量增价稳、毛利率提升的成长逻辑。我们预计2025-2027年公司营业收入35.96/45.13/56.10亿元，归母净利润7.00/9.12/11.92亿元，对应PE估值为37/28/22x，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**行业竞争加剧；原材料价格波动；房地产行业波动；新业务拓展不及预期；下游需求波动风险；负面舆情及公司治理风险；汇率波动风险。

| 预测指标       | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）  | 2857  | 3596  | 4513  | 5610  |
| 增长率(%)     | 29    | 26    | 26    | 24    |
| 归母净利润（百万元） | 531   | 700   | 912   | 1192  |
| 增长率(%)     | 60    | 32    | 30    | 31    |
| 摊薄每股收益（元）  | 1.33  | 1.75  | 2.28  | 2.98  |
| ROE(%)     | 30    | 25    | 26    | 27    |
| P/E        | —     | 36.63 | 28.13 | 21.51 |
| P/B        | —     | 9.11  | 7.25  | 5.72  |
| P/S        | —     | 7.13  | 5.68  | 4.57  |
| EV/EBITDA  | -1.31 | 26.59 | 20.07 | 15.04 |

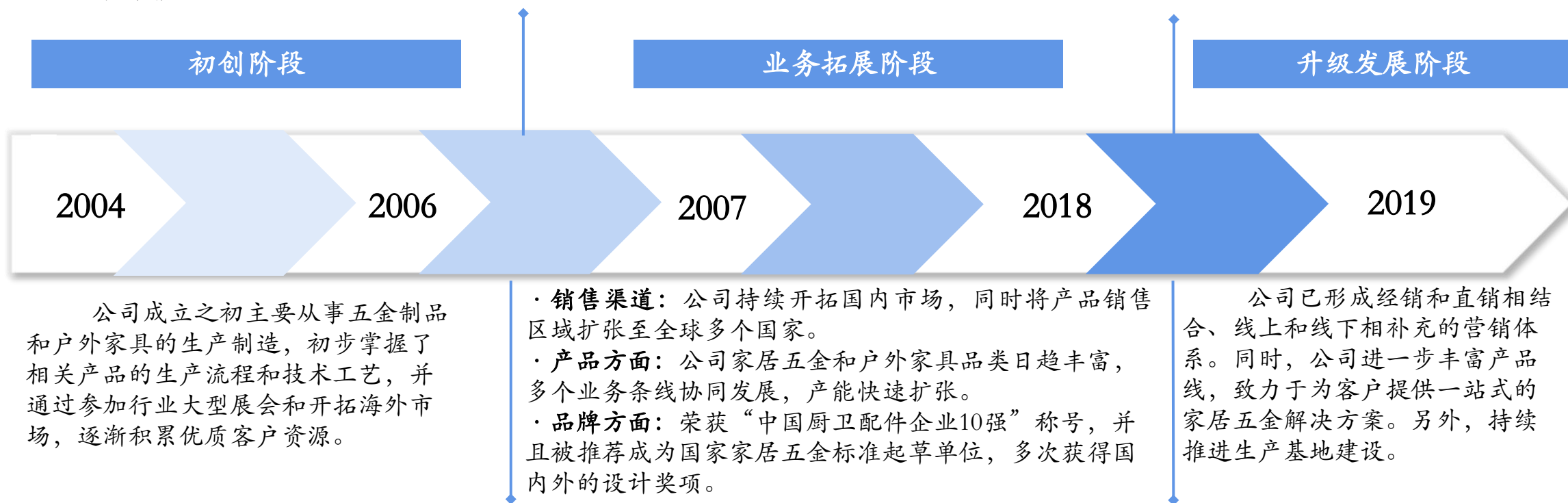
资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

- 一、国内家具五金行业龙头，具备高成长性
- 二、千亿赛道、整合初期、国产替代趋势清晰
- 三、品牌塑造&渠道先发&制造领先，公司护城河显著
- 四、盈利预测
- 五、风险提示

# 成立于2004年，深耕家居五金及户外家具

- 公司成立于2004年，成立之初主要从事五金制品和户外家具的生产制造，公司是国内家居五金和户外家具行业中成立较早、发展较快、规模较大的企业之一，在近20年的发展历程中，公司坚持用高品质产品吸引客户，提升用户生活品质，不断积累优质客户资源，树立良好的品牌形象。同时，随着公司产品不断获得客户的认可以及品牌影响力持续提升，公司营销渠道也逐渐拓宽，进而通过新的营销渠道获得更多客户资源，赢得口碑，实现长远健康发展。

图：公司发展历程



# 基础五金支撑广泛需求，消费升级引领收纳厨卫增长

- 按产品性能和功能划分，公司产品类别主要包括收纳五金、基础五金、厨卫五金、户外家具四大系列。基础五金是起到支撑、连接、固定等功能的五金零配件，主要包括铰链、滑轨、骑马抽等，广泛应用于居室、餐厅、写字楼、医院、酒店、商场、各类公共设施、工业设施以及交通工具等场所，市场空间较大。收纳五金和厨卫五金具备一定的消费升级属性，主要系针对追求家居体验的消费者，伴随着居民收入水平的增长以及对精致生活的追求，具有稳定质量以及时尚外观设计的中高端收纳五金和厨卫五金日益受到消费者的青睐。

图：公司主要产品分类及产品图片

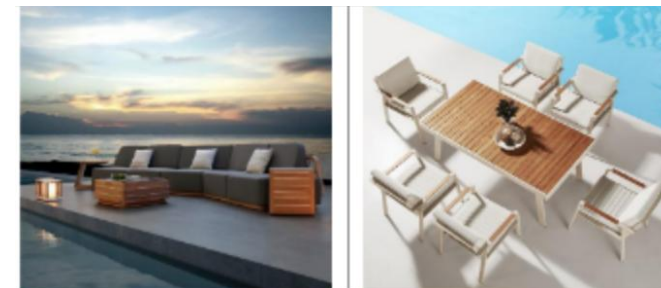
收纳五金



基础五金



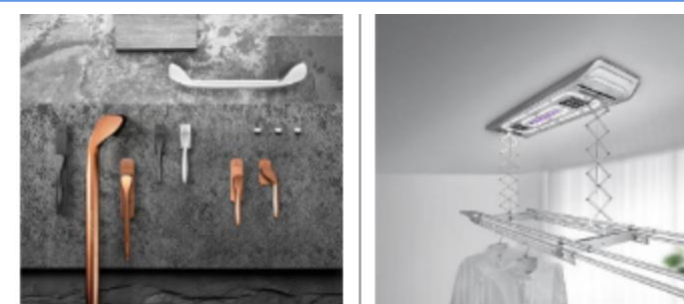
户外家具



厨卫五金

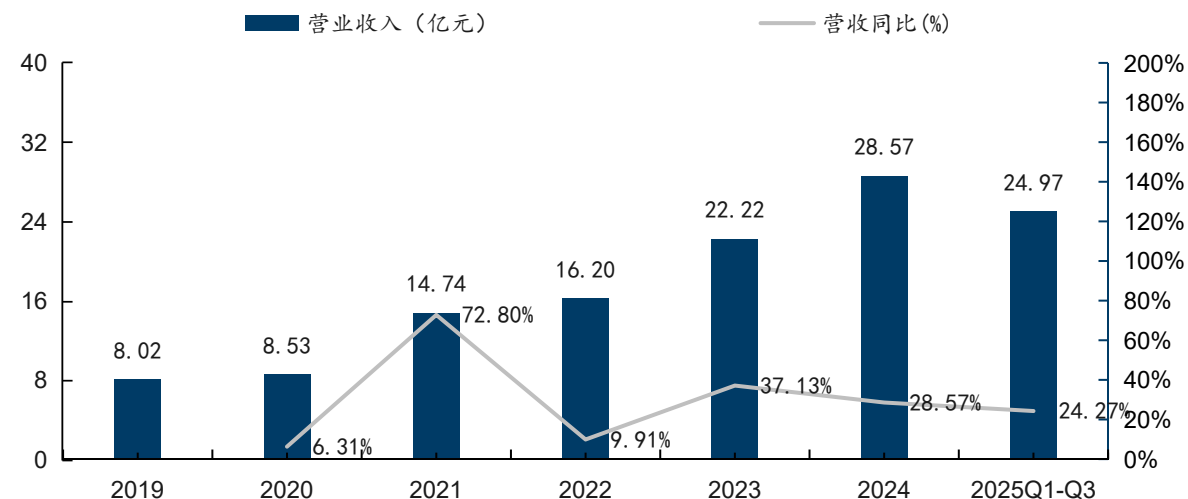


其他

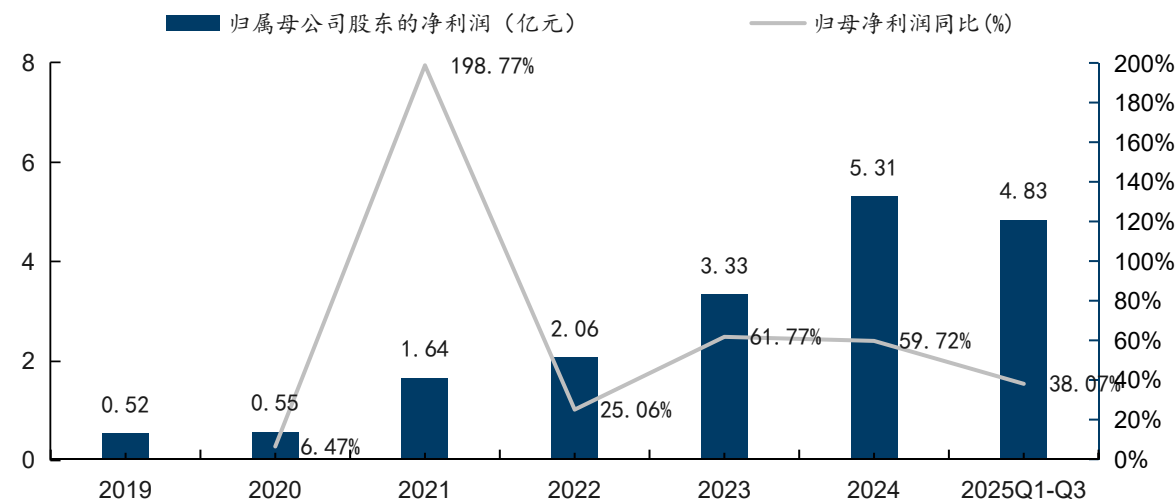


# 营收保持增长势头，盈利能力持续提升

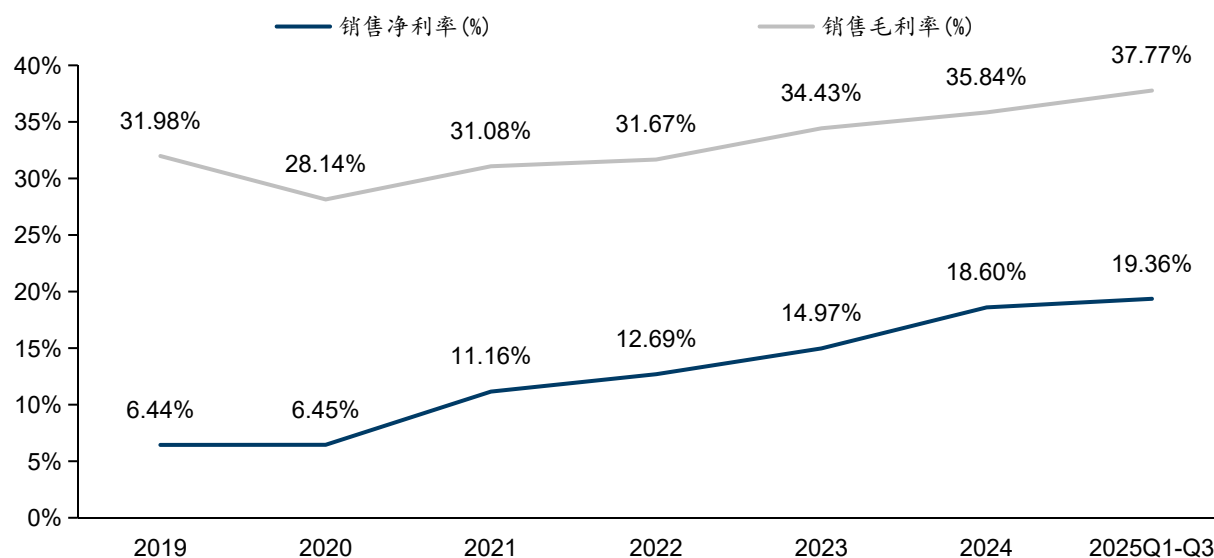
图：2019-2025Q1-Q3公司营业收入持续上行



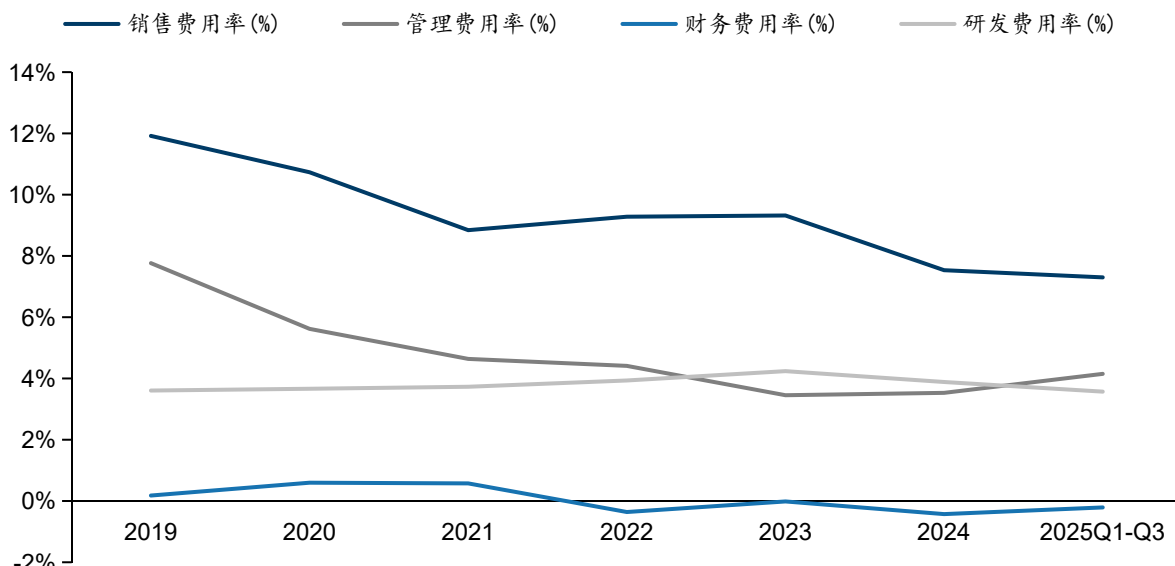
图：多渠道&多产品协同发展，2019-2025Q1-Q3归母净利润向好



图：近年公司盈利能力走强，毛利率呈现稳步上升趋势



图：2019年以来公司期间费用率得到有效控制



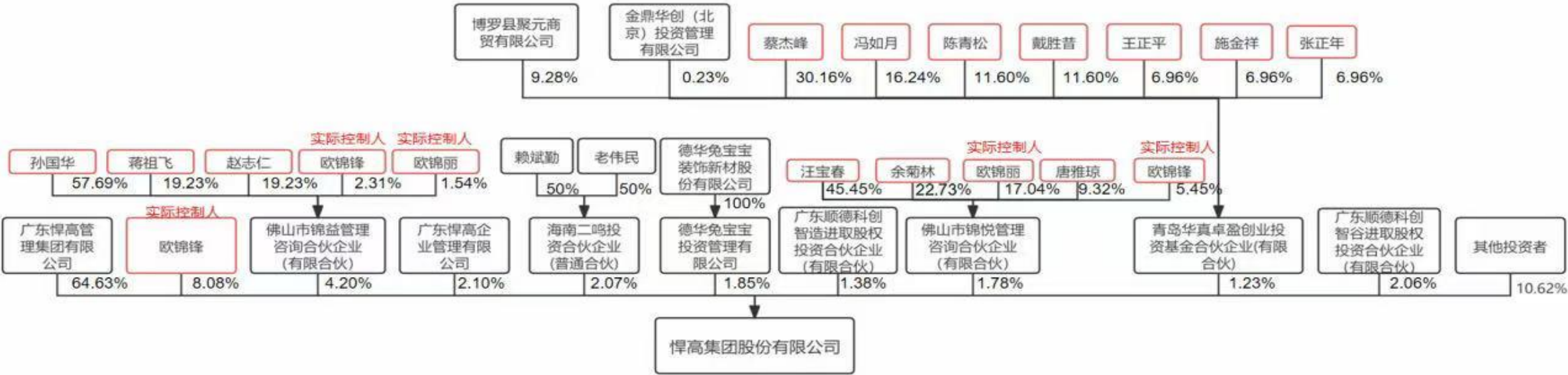
# 股权结构稳定，管理层经验丰富

- 截至2025年9月30日，实际控制人欧锦锋直接持有公司8.08%股份，并通过其对悍高管理、悍高企业、锦益管理及锦悦管理的控制关系，间接持有公司股份，欧锦锋与欧锦丽合计持有公司75.37%股份，股权结构集中稳定。

图：公司股权结构（截至2025年9月30日）

图：公司高级管理人员介绍及履历

| 姓名  | 职务         | 任期                    | 履历                                                                                                                                                                                                                                    |
|-----|------------|-----------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 欧锦锋 | 总经理        | 2023.09.28-2026.09.27 | 1978年7月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2002年6月至2003年1月，任佛山市顺德区硕美工业设计有限公司经理；2004年8月至2005年5月，任佛山市顺德区诺能电器制造有限公司经理；2004年9月至2020年9月，任悍高有限执行董事兼总经理；2020年9月至今，任悍高集团董事长兼总经理。                                                                            |
| 欧锦丽 | 副总经理       | 2023.09.28-2026.09.27 | 1980年2月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2004年9月至2020年9月，任悍高有限副总经理、财务负责人；2020年9月至今，任悍高集团董事兼副总经理。                                                                                                                                                  |
| 徐昊  | 副总经理、董事会秘书 | 2023.09.28-2026.09.27 | 1987年12月出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历。2013年9月至2014年4月，任中国建筑第二工程局技术员；2014年5月至2015年6月，任广东顺高投融资担保有限公司项目经理；2015年8月至2017年3月，任广东瑞信投资有限公司投资经理；2017年4月至2020年4月，任小熊电器股份有限公司证券事务代表；2020年5月至2020年9月，任悍高有限证券投资部总监；2020年9月至今，任悍高集团董事会秘书兼副总经理。           |
| 周秀舟 | 财务总监       | 2023.09.28-2026.09.27 | 1974年9月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，中国注册会计师、中国注册税务师、中国注册资产评估师。1996年7月至2001年12月，任湖北省武穴市粮食局会计主管；2002年1月至2010年6月任广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）高级项目经理；2010年7月至2019年11月，任广州市玄武无线科技股份有限公司财务总监兼董事会秘书；2020年2月至2021年12月，任广州飞达音响股份有限公司财务总监；2022年1月至今，任悍高集团财务总监。 |



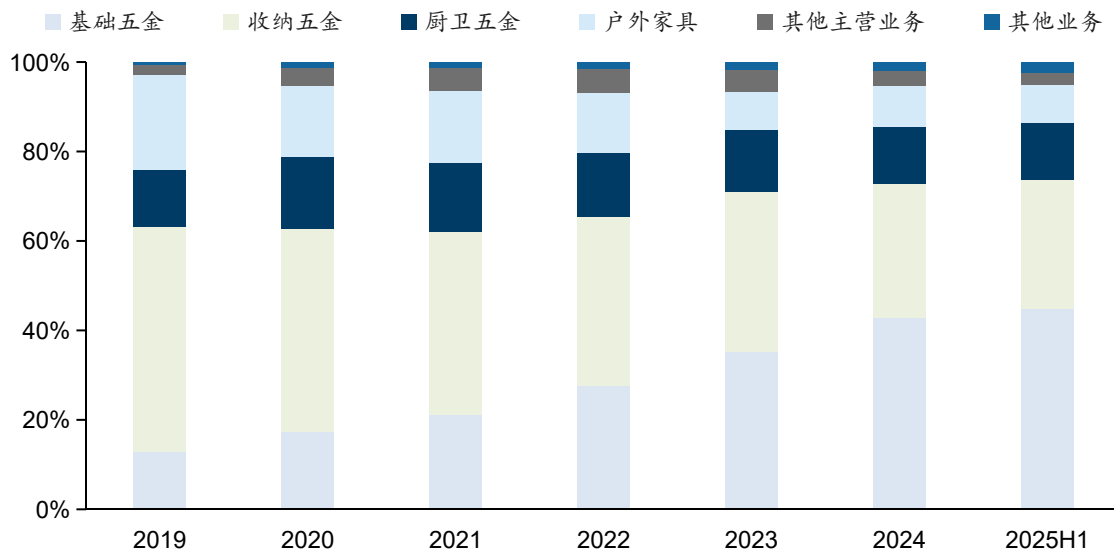
资料来源：ifind，悍高集团招股书，国海证券研究所

请务必阅读报告附注中的风险提示和免责声明

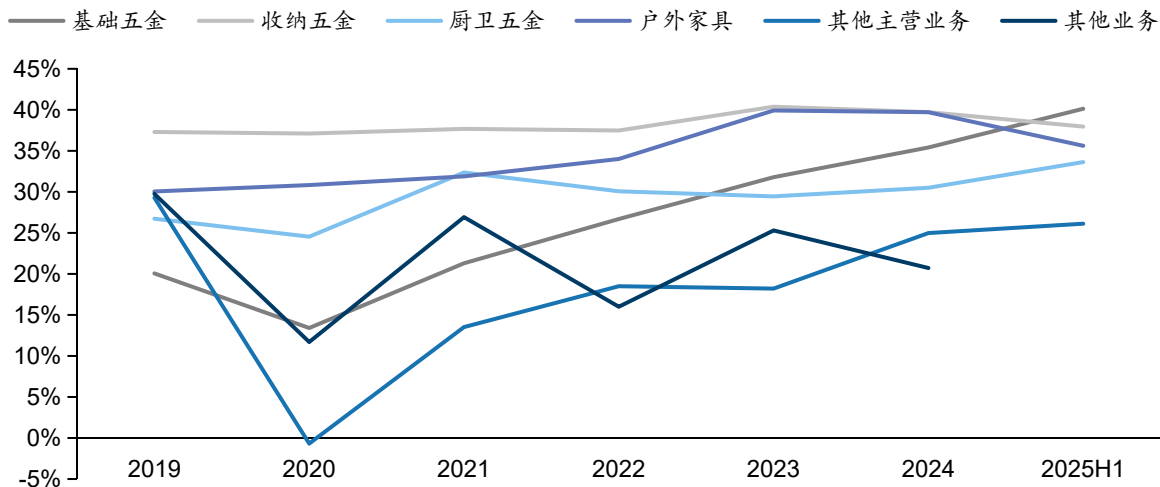
# 基础五金为收入支柱，产品结构持续优化

- 公司主营业务收入由收纳五金、基础五金、厨卫五金、户外家具以及其他产品组成，其中收纳五金和基础五金产品销售占比在65%以上，是公司收入的主要来源。基础五金作为公司收入支柱，凭借自动化生产优势，销量稳步增长，2025H1收入占比达44.95%，收入同比增长37.06%；2025H1收纳五金、厨卫五金及户外家具业务收入同比+11.07%/+23.99%/+8.18%，迎合消费升级趋势，保持稳定发展，推动了产品结构持续优化。

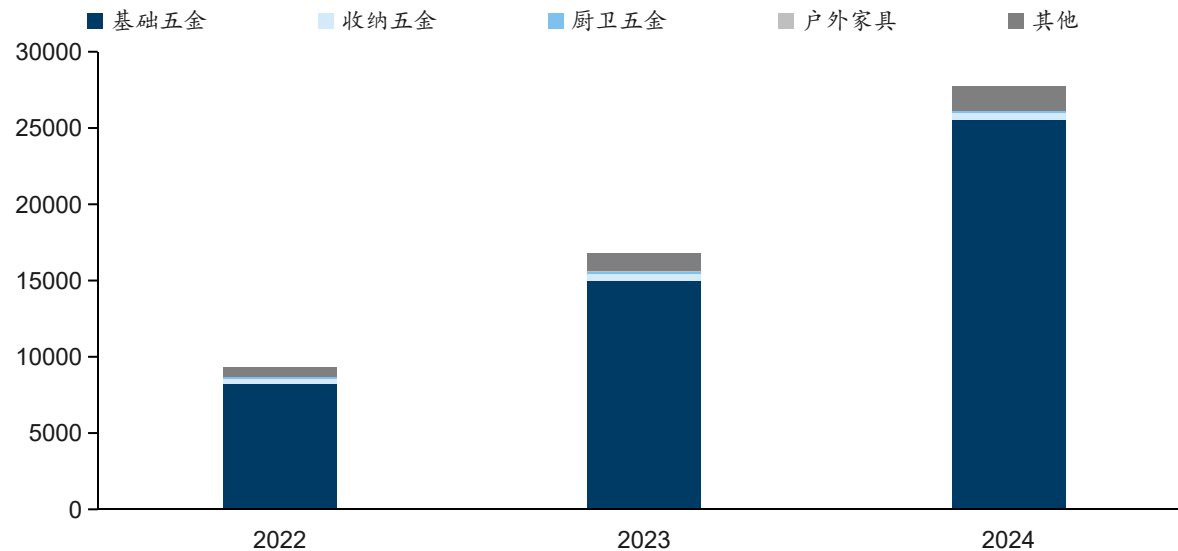
图：2019-2025H1分产品营业收入（亿元）



图：2019-2025H1分产品毛利率（%）



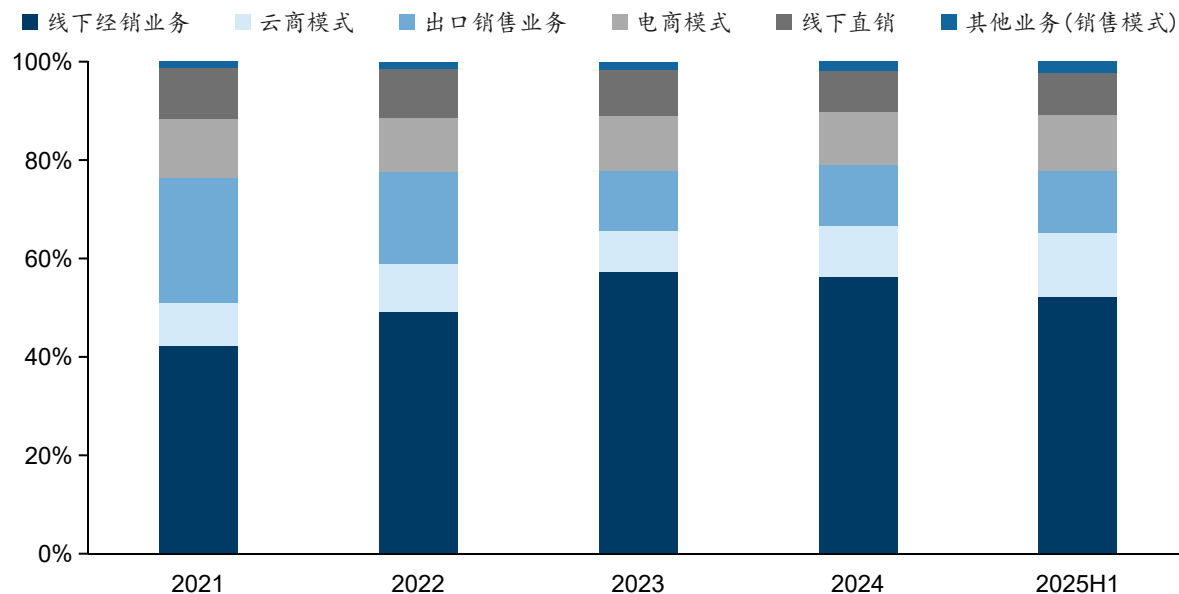
图：2022-2024年分产品销量（万件）



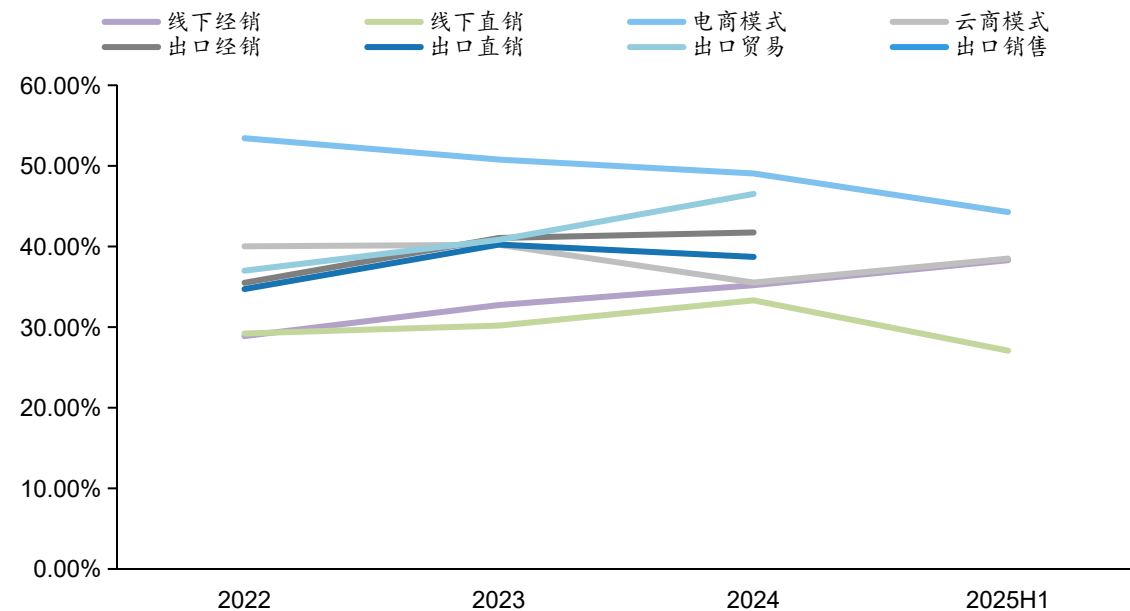
# 线下经销模式为主，已建立多渠道销售网络

- 公司以经销和直销相结合、线上和线下相补充的方式在境内外开展销售，包括境内线下经销、境内线下直销、电商模式、云商模式、出口直销、出口经销以及出口贸易。公司以境内线下经销模式为主，2022-2025H1公司境内线下经销收入占主营业务收入的比例分别为49.81%/58.20%/57.44%/52.34%，截至2024年12月31日，公司经销网络已覆盖国内191个地级市，并逐步向欧洲、北美、亚太、拉美等地区延伸。在直销渠道上，公司推出大客户服务战略，成功进入多家大家居行业头部企业、品牌地产商以及国外大型零售商的供应链体系。在电商和云商渠道上，公司培养了专业的电商运营团队，并在天猫、京东等主流电商平台开设直营店，同时公司自建云商平台，加速对主要城市偏远地区以及三、四线城市的市场下沉与拓展。2025H1直销/电商/云商/出口渠道销售占比达8.34%/11.53%/12.84%/12.64%。

图：2021-2025H1分销售渠道营业收入（亿元）



图：2022-2025H1分销售渠道毛利率（%）

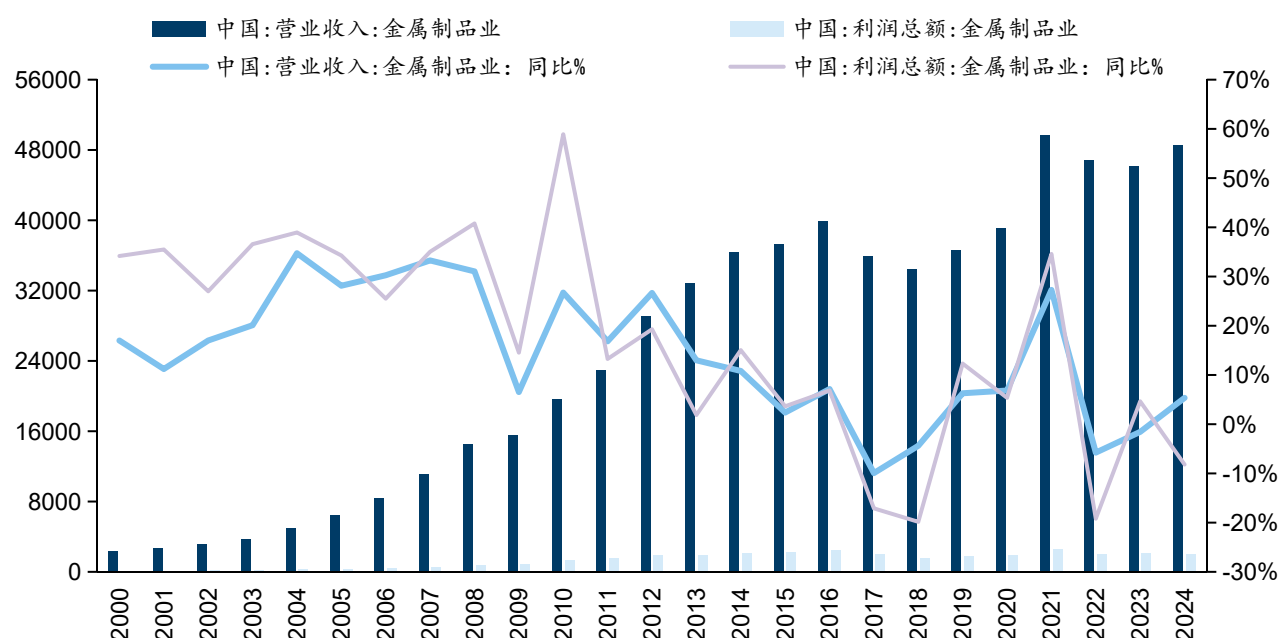


- 一、国内家具五金行业龙头，具备高成长性
- 二、千亿赛道、整合初期、国产替代趋势清晰
- 三、品牌塑造&渠道先发&制造领先，公司护城河显著
- 四、盈利预测
- 五、风险提示

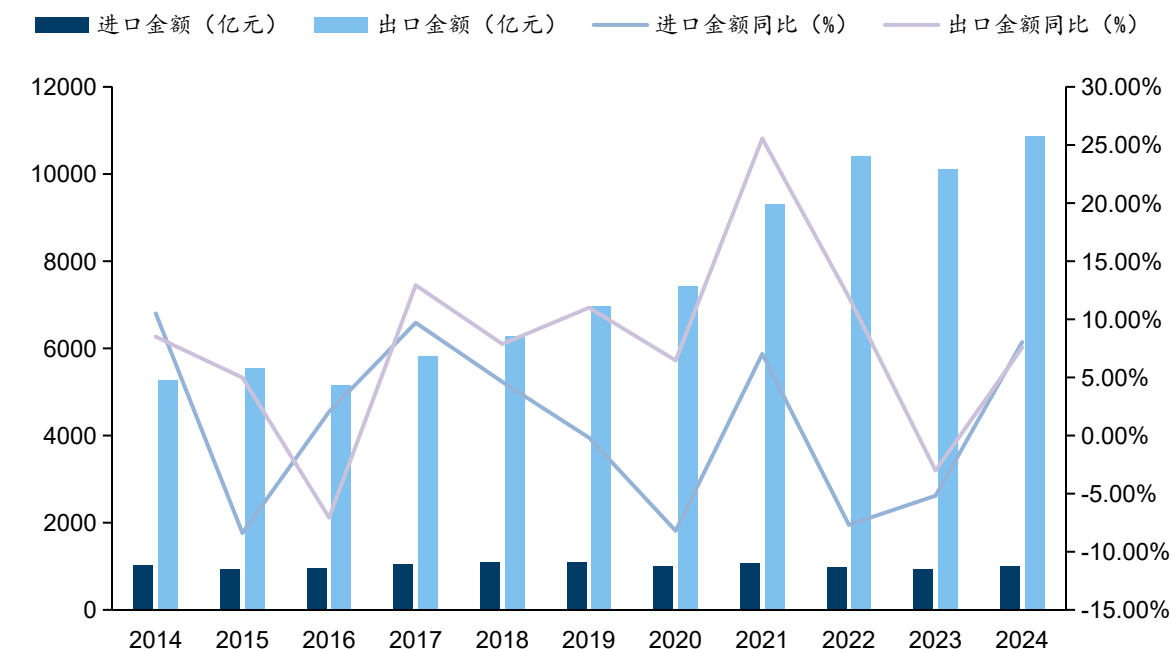
# 五金制品行业需求持续增加，具备发展潜力

- 五金制品是金属制品中应用广泛且市场规模庞大的产品类别，我国五金制品行业的繁荣发展对整个金属制品行业发展起到了积极的推动作用，尤其是五金制品行业的日趋规范化，使得一些综合实力较强的企业不断做大做强，带动了金属制品行业中规模以上企业盈利能力的提升。
- 中国海关总署数据显示，我国金属制品进出口总额由2014年的6291.40亿元增长至2024年的11875.85亿元，年均复合增长率为6.56%，五金制品是金属制品的重要产品类别之一，随着城镇化进程的加快、居民生活水平的提高以及国外五金制品市场需求的持续增加，中国五金产品的进出口规模总体呈现持续扩大的趋势。

图：2000-2024年中国金属制品营业收入、利润总额（亿元）及同比（%）



图：2014年至2024年中国金属制品进出口金额及同比



# 家居五金、户外家具应用场景不断拓展

- 家居五金是指广泛应用于厨房、浴室、卧室等居家场景的各类五金产品，是现代家居用品的重要组成部分，具有耐用、防锈、防潮等特征。随着社会需求的不断变化以及材料与技术水平的不断革新，家居五金行业企业在规模、管理、效益、产品种类、质量和工艺技术等方面都有大幅的提升，行业向着系列化、智能化、易拆装的方向发展。
- 户外家具市场成长、发展于欧美等发达国家，欧美市场目前仍是户外家具的主要市场。在欧美国家，随着休闲生活理念逐渐成为主流生活理念，追求自我、追求美好生活品质的理念深入人心，户外家具逐渐成为人们的日常生活家具。户外家具及用品由简单的桌椅板凳，逐步发展成为多种类、多款式的产品。

图：家居五金行业可分为收纳五金、基础五金、厨卫五金等

| 名称    | 简介                                           |
|-------|----------------------------------------------|
| 收纳五金  | 主要包括拉篮、抽屉、挂衣架、裤架、置物架、杯架等具备收纳功能的五金制品          |
| 基础五金  | 是起到支撑、连接、固定等功能的五金零配件，主要包括铰链、拉手、滑轨、骑马抽、吊码、阻尼等 |
| 厨卫五金  | 主要包括水槽、厨房水龙头、刀具、沥水篮、浴室架、角阀等                  |
| 其他类五金 | 主要包括门锁、晾衣架以及灶具等五金制品                          |

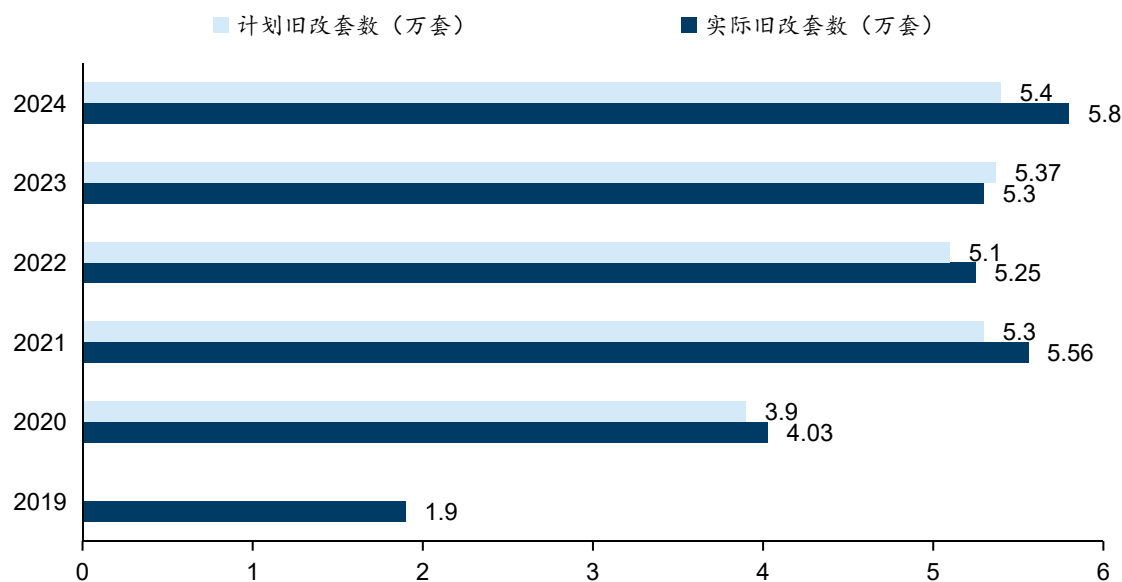
图：根据安放形式的不同，户外家具可分为可移动式户外家具、固定式户外家具、可携带式户外家具三大类

| 类型       | 介绍                                                                                                                                                           |
|----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 可移动式户外家具 | 指根据需要可任意移动的家具，主要产品有餐桌、餐椅、沙发、太阳伞等，具备防晒、防潮、防蛀、防雨等性能；可移动式户外家具适用空间比较广泛，既能用于室外，又能将其移动到室内使用，常见使用场景包括底层外扩阳台、客厅延伸出来的露台或小庭院等；在造型上，可移动式户外家具具有小巧精致，重量较轻等特点，使用舒适方便       |
| 固定式户外家具  | 指用螺钉、螺栓或其他连接件固定于地板、天花板或墙面上的不能再进行移动的户外家具，具有体积大、重量较重的特点，因此在结构形式和连接形式上，要保证其牢固性和稳定性，主要种类有桌椅、秋千等；同时，由于固定式户外家具长期放置在室外，在材料的选用上要考虑防腐、防晒、防潮、防紫外线等因素，其中木材、钢木或全金属是主要的材料 |
| 可携带式户外家具 | 主要适合喜欢户外旅游、运动的使用者，通常采用轻质材料，如椅桌类常采用铝合金、轻钢做家具骨架，帆布、塑料，木材等做面板，一般采用可折叠的结构形式，以达到携带轻巧，节省空间的目的                                                                      |

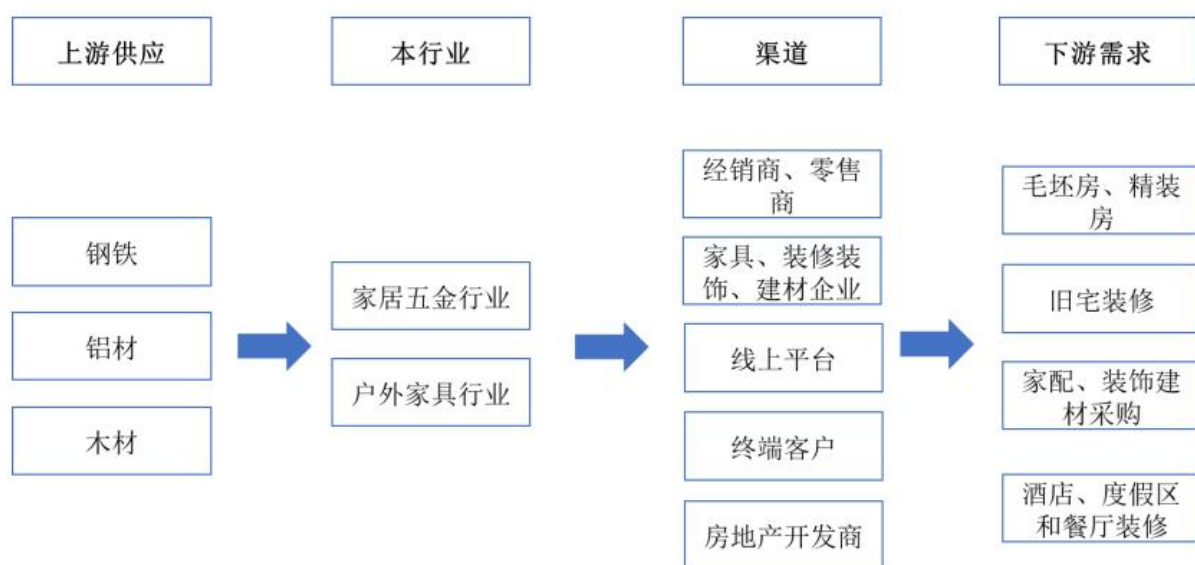
# 下游行业分散，直销大客户的业绩波动对公司生产经营的影响较小

- 家居五金和户外家具行业的产业链上游主要为原材料开采及加工行业，包括钢铁、铝材以及木材等行业，下游主要面向新房装修、存量房二次装修的需要购置家具及五金配件产品的家具行业、装修装饰行业、房地产行业以及终端消费者等。
- 家居五金及户外家具市场在城镇化、旧房改造等因素驱动下持续增长。下游定制家居行业集中度低，根据共研产业咨询研究报告，2024年头部9家上市企业市场份额仅约11.3%，公司对其销售收入占比不足2.5%，依赖度低。公司以经销模式为主，凭借研发设计、产品品质及品牌影响力，通过经销商覆盖橱衣柜门店、家具厂等渠道，触达终端消费者。行业分散且增长潜力较大，具备产品、品牌及交付能力的企业有望进一步扩大市场份额。

图：2019-2024年期间，我国老旧小区改造数量逐年提升



图：家居五金和户外家具产业链



# 家居五金具备发展潜力，中高端替代低端五金趋势明显

- 家居五金作为建筑及房屋装修中的必要消费品，在消费者对中高端家居五金产品的需求不断提升的背景下，我国家居五金行业的市场规模不断扩大。根据中国五金制品协会发布的《2024中国家具五金行业发展报告》，2022年至2024年，中国家具五金行业的市场规模分别为2093.60亿元、2261.10亿元以及2487.20亿元，呈稳步上升趋势，2028年市场规模将达到3244.50亿元，行业具有较大发展潜力。
- 中高端家居五金代替低端产品的趋势明显，居民对家居五金的改善性需求提升。根据《2023中国家居装修行业发展研究报告》，普通家庭住宅装修周期在8-10年左右，家居五金系家庭业主日常生活中更换频次较高的产品，业主可自行采购安装，完成局部装修改造或零配件更换，消费决策周期相对较短，市场需求较为稳定。根据《2025至2030年中国橱柜拉篮行业市场供需预测及投资战略研究咨询报告》，2023年具备智能阻尼、电动升降功能的拉篮产品渗透率达到21.4%，较2020年提升13.8个百分点，2025年拉篮行业CR5（前五企业集中度）预计达到39%，较2022年提升7个百分点；厨卫五金中的水龙头属于日常使用频繁的五金件，低端水龙头易生锈、易漏水、功能单一，中高端水龙头采用PVD电镀，使用陶瓷阀芯避免漏水，并具备抽拉以及调节角度和温度等功能。

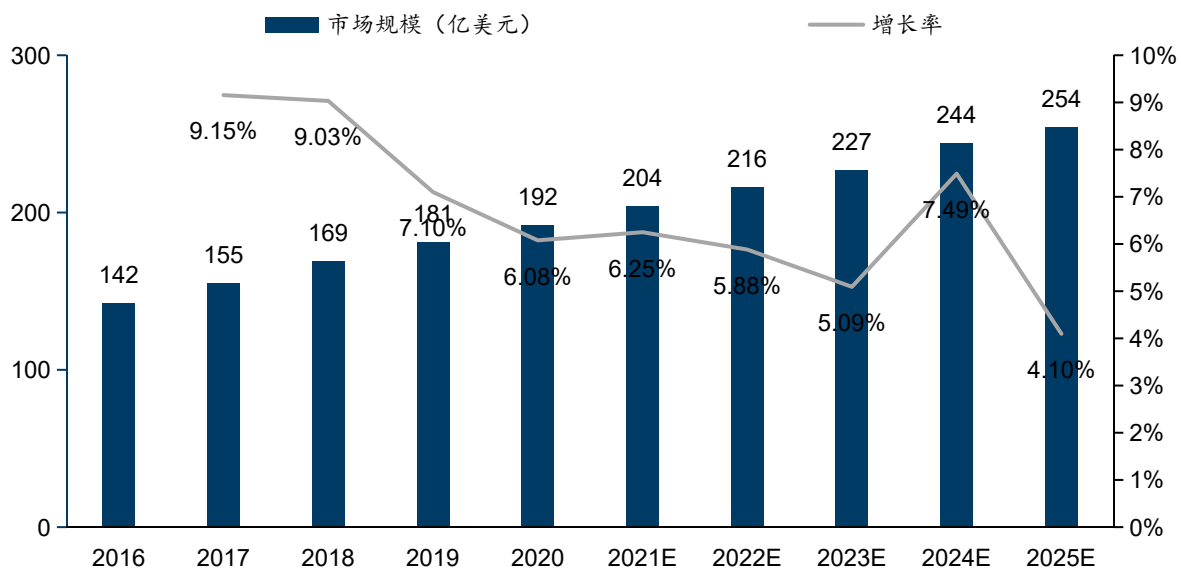
图：当前家居五金行业的主要发展趋势

| 四大趋势 |                                                         |
|------|---------------------------------------------------------|
| 一    | 存量房二次装修需求持续释放，家居五金作为高频易损耗配件迎来集中替换周期，带动行业市场规模稳步增长        |
| 二    | 消费升级驱动下，消费者对产品品牌力、设计感、品质稳定性及智能化功能的需求显著提升，中高端市场逐步向头部企业聚集 |
| 三    | 整装大家居发展趋势下，具备全品类产品矩阵及系统解决方案能力的五金产品供应商更能构筑竞争壁垒           |
| 四    | 国产替代进程持续加速，本土品牌凭借高性价比优势、本土化快速响应服务能力持续抢占外资品牌市场份额         |

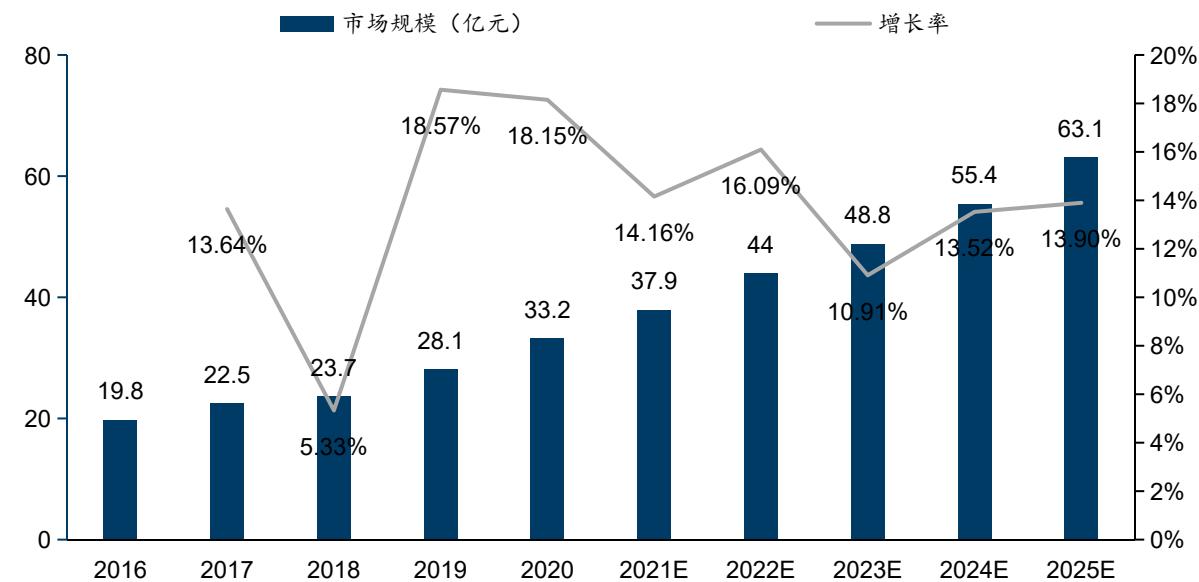
# 我国是户外家具最大出口国，国内户外家具市场空间进一步扩大

- 根据Statista数据统计，2016年全球户外家具市场规模为142亿美元，2020年市场规模达到了192亿美元，2016-2020年全球户外家具市场规模的复合增长率为7.83%，并预计到2025年规模将达到254亿美元，市场规模呈现稳步上升的趋势。
- 目前我国已经成为世界最大的户外家具、户外休闲用品生产及出口国，我国户外家具出口区域主要集中在欧洲、北美、澳洲以及亚太等地区。国内户外家具生产企业较多，大多数企业规模较小，主要分布在广东、江浙、上海等地区。根据Statista数据统计，2020年我国户外家具市场规模已达到33.2亿元，同比增长18.15%，增速高于全球户外家具市场。随着收入水平的提高以及生活理念的变化，国内户外家具市场空间进一步扩大，预计2025年行业市场规模将达到63.1亿元。

图：2016-2025年全球户外家具市场规模及预测



图：2016-2025年国内户外家具市场规模及预测



- 一、国内家具五金行业龙头，具备高成长性
- 二、千亿赛道、整合初期、国产替代趋势清晰
- 三、品牌塑造&渠道先发&制造领先，公司护城河显著**
- 四、盈利预测
- 五、风险提示

# 全渠道品牌建设，“悍高”已成为市场知名品牌

- 公司自成立之初便专注于家居五金和户外家具的研究，致力于研发和生产高品质的家居五金和户外家具产品，并针对市场需求变化和客户偏好变化持续迭代产品。凭借多年积累的行业经验、优质的产品与服务，公司获得了多项由相关政府部门和行业协会颁发的奖项及荣誉，包括“中国家居制造业五金行业10强”、“2020中国家居制造业500强”、“广东省名牌产品”等。
- 在品牌传播方面，公司通过传统营销媒介和互联网推广的方式进行品牌宣传，加深消费者对公司品牌文化的认知。在传统营销媒介上，公司通过参与各类家具和建材博览会、在全国重点城市聚焦投放高速公路T牌或者公交车等户外广告、签约甄子丹为品牌代言人、设立悍高品牌体验店、在重点城市举办新品发布会等方式推广公司品牌；在互联网推广上，公司通过参与电商平台的各类推广活动，设立“8.8超级品牌日”等方式，加大品牌传播力度。凭借公司优质的产品、服务以及全方位的品牌推广，“悍高”品牌已成为中国家居五金和户外家具市场知名品牌。

图：悍高集团签约国际著名动作巨星甄子丹为品牌代言人



图：悍高品牌天猫旗舰店



# 线上渠道持续拓展，扩大客户群体规模

- 在电商和云商渠道上，只有具备专业线上运营能力和深远品牌影响力的企业，才能获取稳定的线上客户资源。公司近二十年的品牌运营和积极的人才招纳，为渠道的拓展奠定了基础，公司自建云商平台，加速对主要城市偏远地区以及三、四线城市的市场下沉与拓展，云商业务覆盖区域超过100个地级市，同时在天猫、京东等主流电商平台开设直营店和授权经营店，开拓线上渠道。根据久谦中台数据统计，2025Q4，悍高品牌在天猫/京东/抖音的平台市占率分别为5.9%/11.9%/5.3%，分别为家居五金分类的第2/2/3名，通过线上渠道的拓展，公司触及了传统线下渠道无法及时覆盖到的客户资源，扩大客户群体规模。

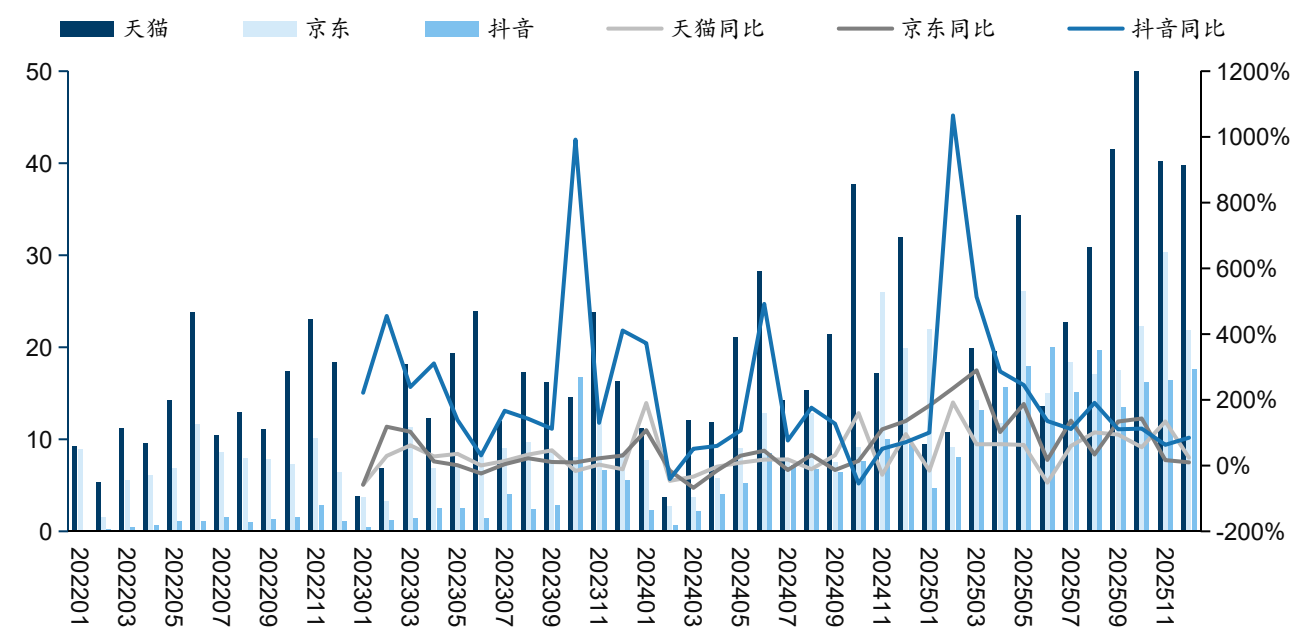
图：2024-2025年悍高品牌电商分平台季度销售额市占率（%）

| 天猫 | 品牌          | 24Q1  | 24Q2  | 24Q3  | 24Q4  | 25Q1  | 25Q2  | 25Q3  | 25Q4  |
|----|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1  | 源氏木语Yeswood | 1.4%  | 0.9%  | 0.7%  | 1.9%  | 1.6%  | 2.5%  | 5.0%  | 12.4% |
| 2  | 悍高Higold    | 0.7%  | 1.0%  | 0.9%  | 2.3%  | 1.8%  | 1.6%  | 1.9%  | 5.9%  |
| 3  | 卡贝Cobbe     | 3.1%  | 3.4%  | 2.7%  | 2.4%  | 2.5%  | 2.4%  | 2.6%  | 4.0%  |
| 4  | 宝耐迪Ponilde  | 1.8%  | 1.1%  | 1.2%  | 2.0%  | 1.5%  | 2.5%  | 3.1%  | 3.6%  |
| 5  | 聚梦坊         | 1.1%  | 1.0%  | 1.1%  | 1.4%  | 1.3%  | 1.8%  | 1.6%  | 2.8%  |
| 京东 | 品牌          | 24Q1  | 24Q2  | 24Q3  | 24Q4  | 25Q1  | 25Q2  | 25Q3  | 25Q4  |
| 1  | 固特          | 11.7% | 10.9% | 9.6%  | 5.2%  | 10.9% | 21.9% | 16.3% | 12.4% |
| 2  | 悍高Higold    | 3.3%  | 4.4%  | 7.6%  | 10.8% | 19.4% | 16.0% | 10.8% | 11.9% |
| 3  | 卡贝Cobbe     | 29.4% | 24.3% | 21.5% | 13.4% | 22.8% | 32.9% | 18.0% | 10.2% |
| 4  | 迪普尔         | 5.2%  | 4.7%  | 1.1%  | 1.1%  | 2.4%  | 2.8%  | 4.9%  | 3.8%  |
| 5  | 煌涵          |       | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 1.5%  | 3.3%  |
| 抖音 | 品牌          | 24Q1  | 24Q2  | 24Q3  | 24Q4  | 25Q1  | 25Q2  | 25Q3  | 25Q4  |
| 1  | 铂耐          | 3.9%  | 0.3%  | 0.2%  | 0.4%  | 2.2%  | 7.3%  | 4.6%  | 13.8% |
| 2  | 木心辰         | 1.4%  | 5.4%  | 7.5%  | 6.6%  | 5.6%  | 6.5%  | 7.3%  | 8.8%  |
| 3  | 悍高Higold    | 1.9%  | 8.3%  | 8.4%  | 9.7%  | 2.3%  | 11.5% | 7.4%  | 5.3%  |
| 4  | 首力          | 0.1%  | 2.0%  | 3.2%  | 2.9%  | 5.4%  | 7.2%  | 10.1% | 5.1%  |
| 5  | 暗区突围        |       |       |       |       |       |       |       | 4.6%  |

图：公司云商平台的销售对象主要是五金建材商贸公司、橱衣柜门店、家具加工厂及五金批发部

| 下游客户     | 产品用途                                              |
|----------|---------------------------------------------------|
| 五金建材商贸公司 | 主要系直接销售家居五金产品                                     |
| 橱衣柜门店    | 主要与自身橱衣柜产品进行配套销售                                  |
| 家具加工厂    | 主要用于自身橱衣柜产品的配套生产                                  |
| 五金批发部    | 大型五金批发部主要同其他产品配套销售给橱衣柜门店与家具工厂中小型五金批发部主要直接销售给终端消费者 |

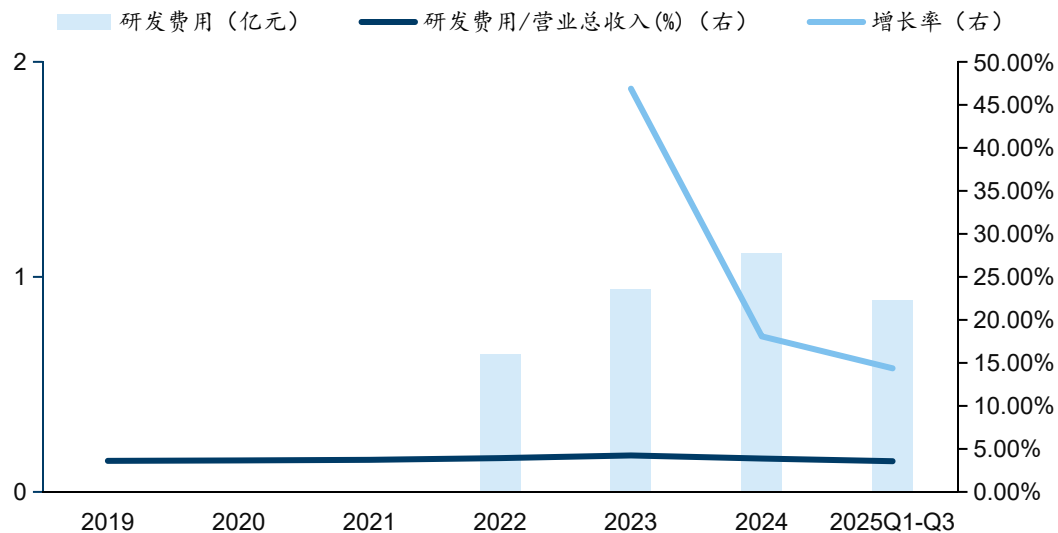
图：2022-2025年悍高品牌电商分平台月度销售额（百万元）及同比（%）



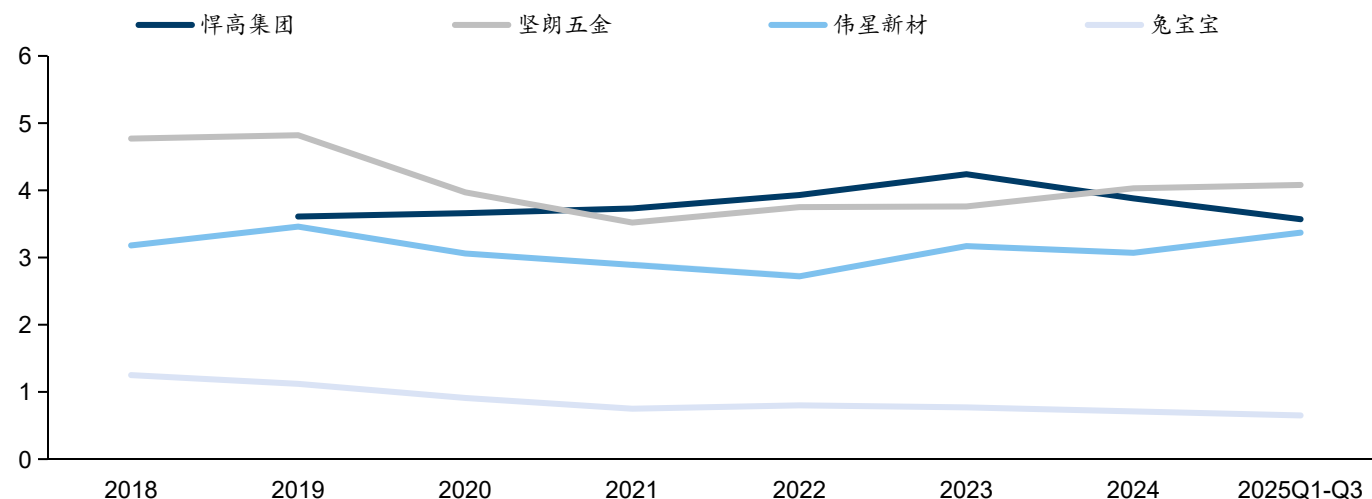
# 注重产品研发设计，研发成果丰富

- 公司持续注重产品的研发设计，建立了较为完善的研发体系，在项目立项和评估、产品开发设计、验证和变更以及打样开模等方面均已形成完善的流程。公司保持紧跟市场需求和提升用户体验的研发理念，积极组织研发部、各事业部的市场部门对消费者需求充分调研，并进行针对性的研发，例如将橱柜拉篮分成主篮体和上层滑动拉篮两层结构，并且在推拉主篮体时，滑动拉篮同时滑动至主篮体的上方靠后位置，避免下层放置区被遮挡，消费者从下层拉篮取物更加方便，产品设计兼顾了拉篮的空间利用率和使用便利性。
- 公司研发成果丰富，截至2025年3月4日，公司拥有1173项专利，其中发明专利18项，实用新型专利237项，外观设计专利918项，多次获得喜马拉雅设计之巅大奖、德国红点设计大奖、德国IF设计大奖、广交会出口产品设计奖（CF奖），并被授予中国红棉奖-产品设计奖以及美国尖峰亚太奖等设计奖项。

图：悍高集团研发费用及增长率



图：2018-2025Q1-Q3同业研发费用率对比



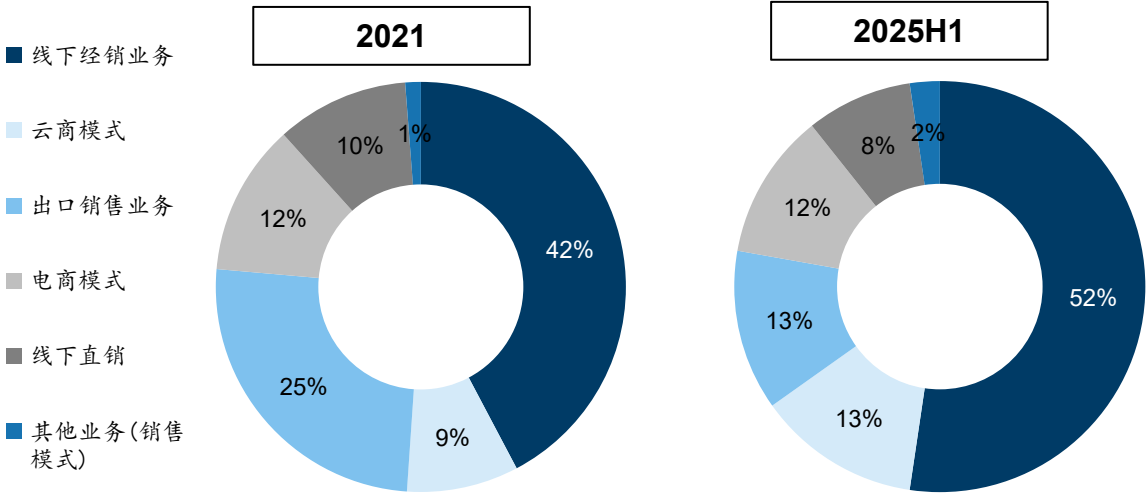
# 经销网络不断壮大，直销渠道直接对接大客户

- 截至2024年12月31日，公司国内经销网络已覆盖中国大陆31个省、自治区及直辖市，以及191个地级市，截至2025年6月末，经销商数量已达381个，较2024年底增长22个；公司已经初步搭建具有较强推广和服务能力的全国化经销网络，同时公司不断开拓海外市场，经销网络覆盖了欧洲、北美、亚太、拉美等地区。依托日益壮大的优质经销商队伍，公司市场渗透能力和品牌影响力不断提升，近年来订单规模呈现明显增长趋势。
- 在直销渠道上，欧派家居、现代筑美、金牌厨柜以及ABYATMEGASTORECO.等大客户重点关注供应商的整体规模、产品质量、品牌知名度、产品报价、交货时间等，小规模的新进企业通常因不符合上述各项要求无法与大客户开展合作。公司紧跟住宅精装修和全装修、全屋定制和一站式采购的发展趋势，依托规模化制造、精细化管理和及时响应订单的优势，推出大客户服务战略，与多家大家居行业头部企业、品牌地产商以及国外大型零售商等取得合作关系，壮大公司直销渠道，通过承接大客户集中采购订单，加快公司市场份额的提升。

图：2022-2024年经销商数量及单个经销商平均销售额

|                | 2022     | 2023      |         | 2024      |        |
|----------------|----------|-----------|---------|-----------|--------|
|                | 数量/金额    | 数量/金额     | 增长率     | 数量/金额     | 增长率    |
| 期初经销商数量（个）     | 296      | 327       | 10.47%  | 341       | 4.28%  |
| 当年新增经销商数量（个）   | 80       | 66        | -17.50% | 89        | 34.85% |
| 当年退出经销商数量（个）   | 49       | 52        | 6.12%   | 71        | 36.54% |
| 期末经销商数量（个）     | 327      | 341       | 4.28%   | 359       | 5.28%  |
| 单个经销商平均销售额（万元） | 255.56   | 380.9     | 49.04%  | 459.75    | 20.70% |
| 经销商销售收入（万元）    | 79607.78 | 127219.99 | 59.81%  | 160913.37 | 26.48% |

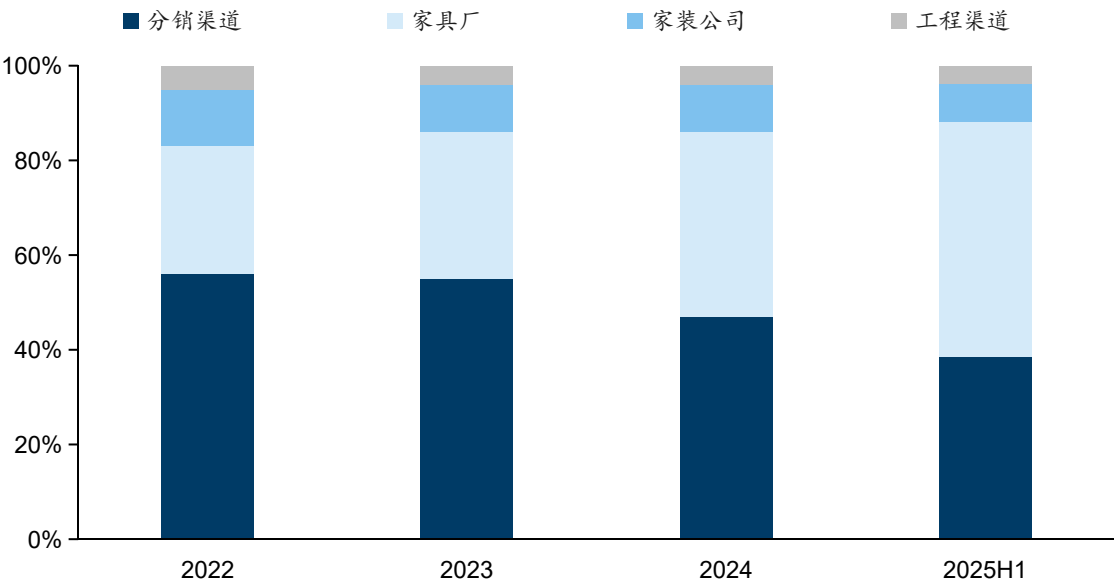
图：2025H1公司线下经销业务收入占比达52%，线下直销业务收入占比达8%



# 公司大客户集中度较低，更具风险抵御能力

- 2022-2024年，公司前五大客户的销售收入占营业收入的比例逐渐降低，分别为10.86%、9.84%和8.35%。公司重要客户包括北京德丰泰家居用品有限公司、南京辰来家居贸易有限公司、苏州吴凡家居有限公司、Kaja Horeca Interieur B.V.等。
- 根据同行对比数据，兔宝宝、图特股份、炬森精密相对更加依赖大客户，2024年，前五名客户销售收入占比为11.57%、38.87%、31.92%。

图：2022-2025H1根据兔宝宝数据，家具厂渠道占比逐渐提高



资料来源：Wind，兔宝宝公司公告，悍高集团招股书，国海证券研究所

图：2022-2024年公司前五大客户销售金额及营收占比

| 序号     | 客户名称                       | 销售模式 | 销售金额(万元)  | 占营业收入的比例 (%) |
|--------|----------------------------|------|-----------|--------------|
| 2024年度 |                            |      |           |              |
| 1      | 北京德丰泰家居用品有限公司              | 线下经销 | 5,371.85  | 1.88%        |
| 2      | 南京辰来家居贸易有限公司               | 线下经销 | 5,190.33  | 1.82%        |
| 3      | 苏州吴凡家居有限公司                 | 线下经销 | 4,829.08  | 1.69%        |
| 4      | 武汉博美宅配装饰有限公司               | 线下经销 | 4,237.09  | 1.48%        |
| 5      | 杭州磐宇贸易有限公司                 | 线下经销 | 4,226.67  | 1.48%        |
| 合计     |                            | -    | 23,855.01 | 8.35%        |
| 2023年度 |                            |      |           |              |
| 1      | 北京德丰泰家居用品有限公司              | 线下经销 | 5,800.94  | 2.61%        |
| 2      | 南京辰来家居贸易有限公司               | 线下经销 | 5,060.12  | 2.28%        |
| 3      | 苏州吴凡家居有限公司                 | 线下经销 | 4,425.36  | 1.99%        |
| 4      | 杭州磐宇贸易有限公司                 | 线下经销 | 3,569.49  | 1.61%        |
| 5      | 沈阳市鑫驰博五金有限公司               | 线下经销 | 3,015.89  | 1.36%        |
| 合计     |                            | -    | 21,871.81 | 9.84%        |
| 2022年度 |                            |      |           |              |
| 1      | 南京辰来家居贸易有限公司               | 线下经销 | 4,136.18  | 2.55%        |
| 2      | 北京德丰泰家居用品有限公司              | 线下经销 | 3,871.23  | 2.39%        |
| 3      | Kaja Horeca Interieur B.V. | 出口经销 | 3,499.98  | 2.16%        |
| 4      | 苏州吴凡家居有限公司                 | 线下经销 | 3,215.75  | 1.98%        |
| 5      | 杭州磐宇贸易有限公司                 | 线下经销 | 2,873.05  | 1.77%        |
| 合计     |                            | -    | 17,596.20 | 10.86%       |

# 自产比例逐步提升，产能利用率不断提高

- 公司建立了以自主生产为主，OEM代工生产以及委外加工为辅的生产模式，同时随着智慧家居五金自动化制造基地的陆续投产，公司的自产比例逐步提升，OEM代工生产比例逐步下降，2022-2024年OEM和委外加工成本占主营业务成本的比例逐步降低，分别为41.54%、39.16%和35.15%。2023-2024年，公司收纳五金订单增长带动产能利用率提升后趋稳；基础五金新基地投产扩大自产规模，产量和利用率显著提高；厨卫五金为满足水槽订单新增设备，产量和利用率提升；户外家具2023年因海外市场低迷利用率下降，2024年开拓市场后订单增长，产能利用率回升。

图：2022-2024年公司分产品类别自有产能、产量（万件）及产能利用率（%）

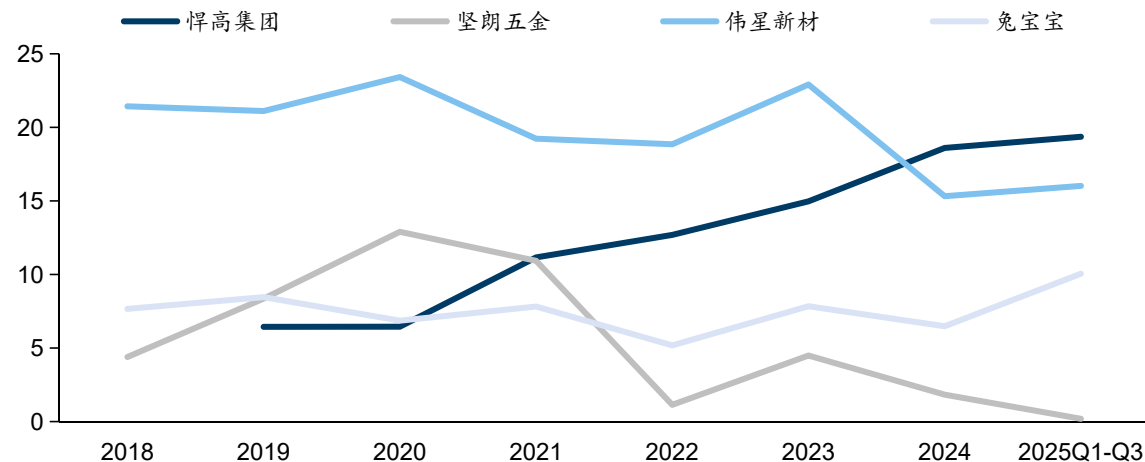
| 产品类别 | 项目    | 2022    | 2023     | 2024     |
|------|-------|---------|----------|----------|
| 收纳五金 | 自有产量  | 278.61  | 302.85   | 303.99   |
|      | 自有产能  | 312.42  | 314.91   | 312.73   |
|      | 产能利用率 | 89.18%  | 96.17%   | 97.20%   |
| 基础五金 | 自有产量  | 4806.09 | 12260.62 | 20724.24 |
|      | 自有产能  | 5065.47 | 12116.40 | 20120.56 |
|      | 产能利用率 | 94.88%  | 101.19%  | 103.00%  |
| 厨卫五金 | 自有产量  | 27.77   | 42.71    | 63.07    |
|      | 自有产能  | 29.85   | 43.26    | 63.79    |
|      | 产能利用率 | 93.02%  | 98.72%   | 98.86%   |
| 户外家具 | 自有产量  | 19.11   | 13.76    | 16.91    |
|      | 自有产能  | 22.39   | 19.12    | 19.05    |
|      | 产能利用率 | 85.34%  | 71.96%   | 88.72%   |

图：2022-2024年公司主要产品的产量、销量（万件）及产销率

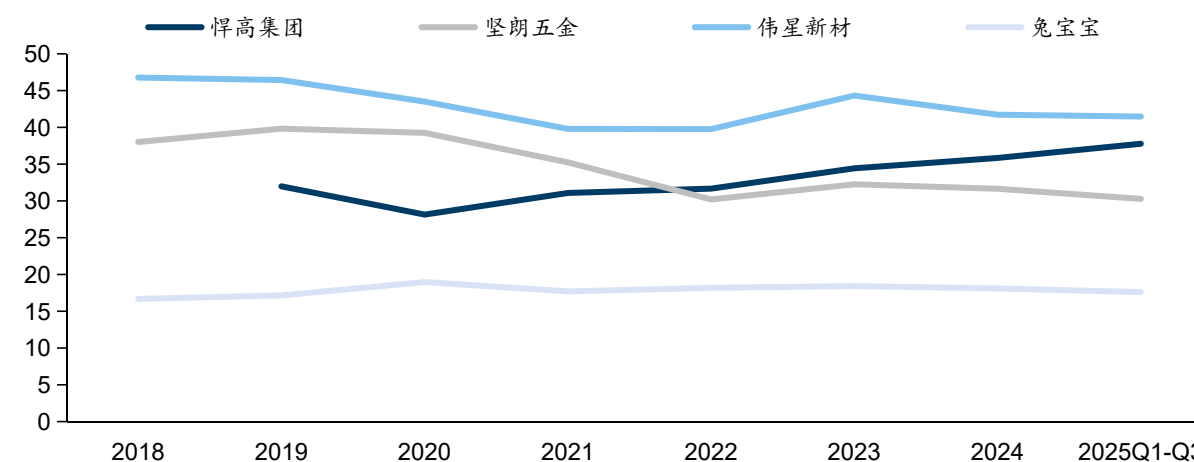
| 产品类别 | 项目     | 2022    | 2023     | 2024     |
|------|--------|---------|----------|----------|
| 收纳五金 | 总产量    | 329.94  | 411.49   | 427.52   |
|      | -自有产量  | 278.61  | 302.85   | 303.99   |
|      | -OEM产量 | 51.32   | 108.65   | 123.53   |
|      | 总销量    | 327.55  | 408.29   | 436      |
|      | 产销率    | 99.28%  | 99.22%   | 101.98%  |
| 基础五金 | 总产量    | 8470.29 | 15502.80 | 24899.28 |
|      | -自有产量  | 4806.09 | 12260.62 | 20724.24 |
|      | -OEM产量 | 3664.20 | 3242.18  | 4175.04  |
|      | 总销量    | 8248.19 | 15012.44 | 25555.83 |
|      | 产销率    | 97.38%  | 96.84%   | 102.64%  |
| 厨卫五金 | 总产量    | 97.53   | 165.11   | 149.36   |
|      | -自有产量  | 27.77   | 42.71    | 63.07    |
|      | -OEM产量 | 69.77   | 122.4    | 86.29    |
|      | 总销量    | 100.34  | 165.31   | 151.9    |
|      | 产销率    | 102.87% | 100.12%  | 101.70%  |
| 户外家具 | 总产量    | 26.44   | 18.81    | 23.38    |
|      | -自有产量  | 19.11   | 13.76    | 16.91    |
|      | -OEM产量 | 7.33    | 5.04     | 6.47     |
|      | 总销量    | 26.49   | 17.34    | 23.88    |
|      | 产销率    | 100.17% | 92.19%   | 102.14%  |

# 同业对比：资产负债结构稳健，盈利能力优秀

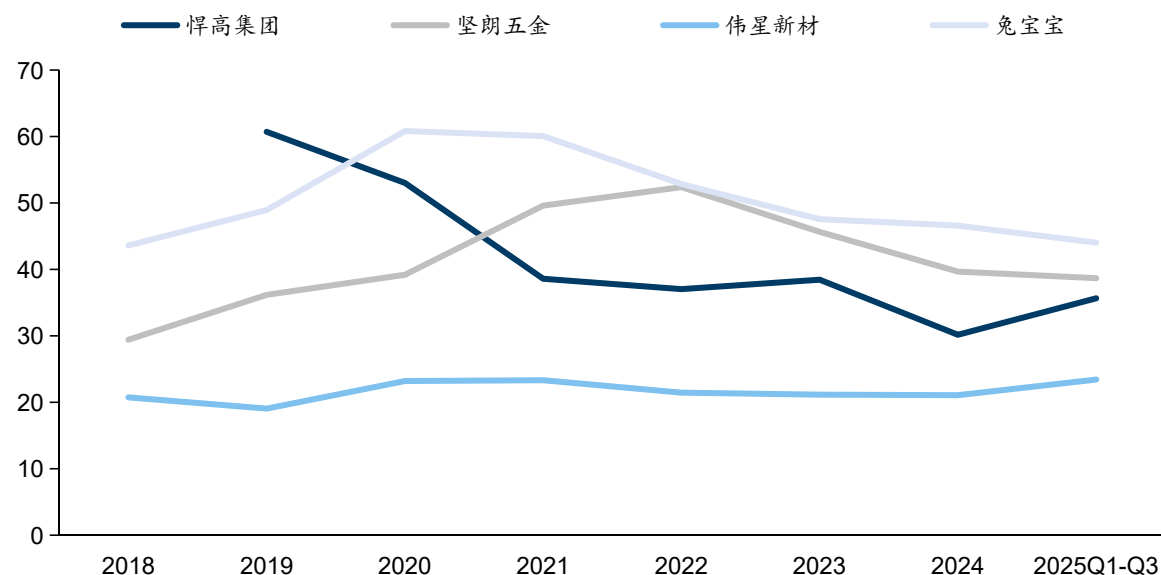
图：2018-2025Q1-Q3同业净利率(%)对比



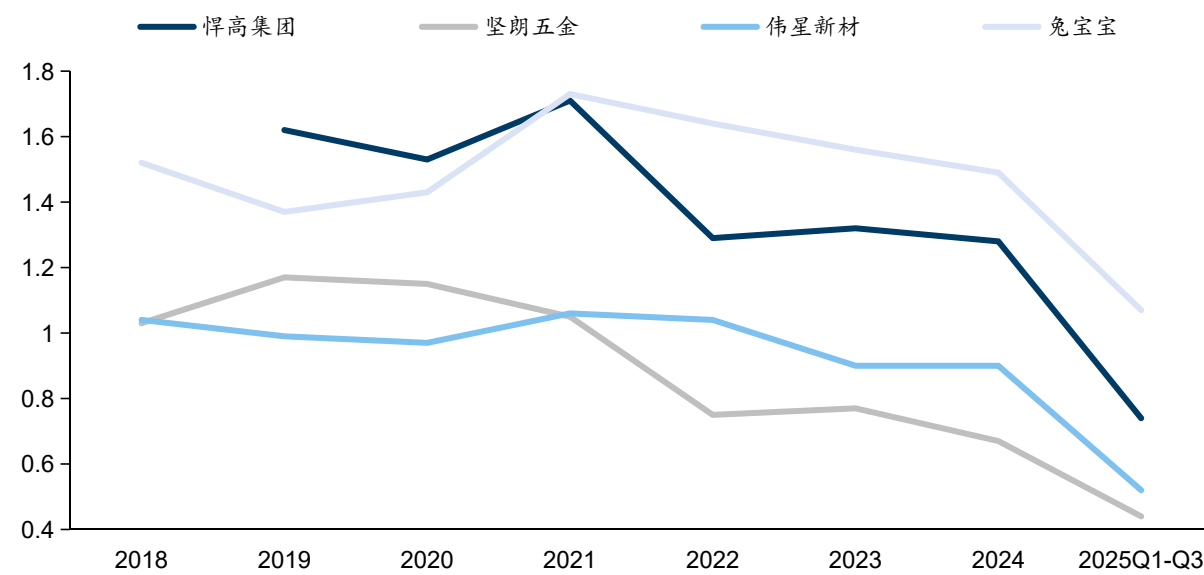
图：2018-2025Q1-Q3同业毛利率(%)对比



图：2018-2025Q1-Q3同业资产负债率(%)对比



图：2018-2025Q1-Q3同业资产周转率(%)对比



- 一、国内家具五金行业龙头，具备高成长性
- 二、千亿赛道、整合初期、国产替代趋势清晰
- 三、品牌塑造&渠道先发&制造领先，公司护城河显著
- 四、盈利预测
- 五、风险提示

◆ **盈利预测与投资评级：**公司依托覆盖全国的渠道网络、深厚的技术与专利储备以及自主制造能力，在行业规模增长与集中度提升的双重趋势下，龙头地位有望进一步巩固，具备量增价稳、毛利率提升的成长逻辑。我们预计2025-2027年公司营业收入35.96/45.13/56.10亿元，归母净利润7.00/9.12/11.92亿元，对应PE估值为37/28/22x，首次覆盖，给予“买入”评级。

| 预测指标       | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）  | 2857  | 3596  | 4513  | 5610  |
| 增长率(%)     | 29    | 26    | 26    | 24    |
| 归母净利润（百万元） | 531   | 700   | 912   | 1192  |
| 增长率(%)     | 60    | 32    | 30    | 31    |
| 摊薄每股收益（元）  | 1.33  | 1.75  | 2.28  | 2.98  |
| ROE(%)     | 30    | 25    | 26    | 27    |
| P/E        | —     | 36.63 | 28.13 | 21.51 |
| P/B        | —     | 9.11  | 7.25  | 5.72  |
| P/S        | —     | 7.13  | 5.68  | 4.57  |
| EV/EBITDA  | -1.31 | 26.59 | 20.07 | 15.04 |

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

# 分业务盈利预测

- ◆ 预测1：收入增长的核心驱动力来自基础五金业务，引领其他品类增长，2025-2027年收入同比+40%/35%/30%，是公司收入大盘的支柱。
- ◆ 预测2：收纳五金、厨卫五金等更具消费升级属性的品类毛利率提升较快，公司通过扩大高毛利产品销售占比、提升自动化生产水平，驱动整体盈利结构改善。

| 分产品 (百万元)     | 2020   | 2021    | 2022   | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|---------------|--------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>基础五金</b>   |        |         |        |         |         |         |         |         |
| 收入            | 147.47 | 311.71  | 446.06 | 783.27  | 1223.80 | 1713.32 | 2312.98 | 3006.88 |
| yoy           |        | 111.37% | 43.10% | 75.60%  | 56.24%  | 40.00%  | 35.00%  | 30%     |
| 毛利率           | 13.41% | 21.30%  | 26.69% | 31.79%  | 35.41%  | 38.41%  | 39.91%  | 40.91%  |
| yoy           |        | 7.89%   | 5.39%  | 5.10%   | 3.62%   | 3.00%   | 1.50%   | 1.00%   |
| 成本            | 127.69 | 245.32  | 327.01 | 534.27  | 790.45  | 1055.23 | 1389.87 | 1776.76 |
| 占比            | 17%    | 21%     | 28%    | 35%     | 43%     | 48%     | 51%     | 54%     |
| <b>收纳五金</b>   |        |         |        |         |         |         |         |         |
| 收入            | 386.54 | 603.60  | 615.73 | 792.80  | 857.01  | 942.71  | 1055.84 | 1203.65 |
| yoy           |        | 56.15%  | 2.01%  | 28.76%  | 8.10%   | 10.00%  | 12.00%  | 14.00%  |
| 毛利率           | 37.11% | 37.68%  | 37.48% | 40.38%  | 39.72%  | 40.22%  | 40.72%  | 41.22%  |
| yoy           |        | 0.57%   | -0.20% | 2.90%   | -0.66%  | 0.50%   | 0.50%   | 0.50%   |
| 成本            | 243.10 | 376.16  | 384.95 | 472.67  | 516.61  | 563.55  | 625.90  | 707.51  |
| 占比            | 45%    | 41%     | 38%    | 36%     | 30%     | 26%     | 23%     | 21%     |
| <b>厨卫五金</b>   |        |         |        |         |         |         |         |         |
| 收入            | 138.70 | 225.54  | 230.34 | 311.69  | 361.35  | 433.62  | 520.34  | 624.41  |
| yoy           |        | 62.61%  | 2.13%  | 35.32%  | 15.93%  | 20.00%  | 20.00%  | 20.00%  |
| 毛利率           | 24.54% | 32.36%  | 30.07% | 29.45%  | 30.50%  | 31.50%  | 32.50%  | 33.50%  |
| yoy           |        | 7.82%   | -2.29% | -0.62%  | 1.05%   | 1.00%   | 1.00%   | 1.00%   |
| 成本            | 104.66 | 152.56  | 161.08 | 219.90  | 251.14  | 297.03  | 351.23  | 415.23  |
| 占比            | 16%    | 15%     | 14%    | 14%     | 13%     | 12%     | 12%     | 11%     |
| <b>户外家具</b>   |        |         |        |         |         |         |         |         |
| 收入            | 135.31 | 238.19  | 218.58 | 187.65  | 262.12  | 340.76  | 442.98  | 575.88  |
| yoy           |        | 76.03%  | -8.23% | -14.15% | 39.69%  | 30.00%  | 30.00%  | 30.00%  |
| 毛利率           | 30.83% | 31.89%  | 34.01% | 39.92%  | 39.71%  | 40.21%  | 40.51%  | 40.71%  |
| yoy           |        | 1.06%   | 2.12%  | 5.91%   | -0.21%  | 0.50%   | 0.30%   | 0.20%   |
| 成本            | 93.59  | 162.23  | 144.24 | 112.74  | 158.03  | 203.74  | 263.53  | 341.44  |
| 占比            | 16%    | 16%     | 13%    | 8%      | 9%      | 9%      | 10%     | 10%     |
| <b>其他主营业务</b> |        |         |        |         |         |         |         |         |
| 收入            | 33.72  | 76.87   | 87.53  | 110.50  | 97.00   | 98.94   | 100.92  | 102.94  |
| yoy           |        | 127.97% | 13.87% | 26.24%  | -12.22% | 2.00%   | 2.00%   | 2.00%   |
| 毛利率           | -0.68% | 13.52%  | 18.50% | 18.21%  | 24.98%  | 25.98%  | 26.98%  | 27.98%  |
| yoy           |        | 14.20%  | 4.98%  | -0.29%  | 6.77%   | 1.00%   | 1.00%   | 1.00%   |
| 成本            | 33.95  | 66.48   | 71.34  | 90.38   | 72.77   | 73.24   | 73.69   | 74.14   |
| 占比            | 4%     | 5%      | 5%     | 5%      | 3%      | 3%      | 2%      | 2%      |

◆ 我们选取同样为家居行业的松霖科技、兔宝宝作为可比公司，截至2026年4月17日，上述公司2025/2026/2027年PE均值为45/27/22x，因公司尚处于业务拓展期，且所在市场具备广阔空间，公司作为行业龙头，PE估值相对低估，首次覆盖，给予“买入”评级。

| 股票代码      | 公司简称 | 收盘价（元） | 市值（亿元） | 归母净利润（亿元） |       |       |       | PE    |       |       |       | 评级  |
|-----------|------|--------|--------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|
|           |      |        |        | 2024A     | 2025A | 2026E | 2027E | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |     |
| 603992.SH | 松霖科技 | 34.14  | 151.25 | 4.46      | 2.05  | 3.71  | 4.87  | 21.38 | 73.78 | 40.75 | 31.04 | 未评级 |
| 002043.SZ | 兔宝宝  | 14.54  | 120.65 | 5.85      | 7.22  | 8.66  | 9.88  | 13.83 | 16.71 | 13.94 | 12.21 | 未评级 |
| 可比公司均值    |      |        |        |           |       |       |       |       | 45.25 | 27.34 | 21.62 |     |
| 股票代码      | 公司简称 | 收盘价（元） | 市值（亿元） | 归母净利润（亿元） |       |       |       | PE    |       |       |       | 评级  |
|           |      |        |        | 2024A     | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |     |
| 001221.SZ | 悍高集团 | 64.10  | 256.41 | 5.31      | 7.00  | 9.12  | 11.92 | -     | 36.63 | 28.13 | 21.51 | 买入  |

资料来源：Wind，国海证券研究所（注：未评级公司盈利预测取自Wind一致预期，松霖科技、兔宝宝2025年为年报数据）  
数据采集时间：2026/4/17

- 一、国内家具五金行业龙头，具备高成长性
- 二、千亿赛道、整合初期、国产替代趋势清晰
- 三、品牌塑造&渠道先发&制造领先，公司护城河显著
- 四、盈利预测
- 五、风险提示

# 风险提示

- **行业竞争加剧：**家居五金行业集中度较低，众多中小企业竞争激烈，可能通过价格战等方式挤压公司市场份额与利润空间，对公司经营业绩造成压力。
- **原材料价格波动风险：**公司产品主要原材料为钢材、铝材等大宗商品，其价格受宏观经济及供需影响存在波动，可能直接导致生产成本上升，侵蚀毛利率。
- **房地产行业波动风险：**公司产品需求与新房装修、存量房改造关联度较高。若房地产景气度下滑，将影响下游采购需求，可能导致公司订单增长不及预期。
- **新业务拓展不及预期：**公司致力于提供一站式解决方案并拓展新品类。若市场开拓、产品研发或渠道建设受阻，新业务可能无法按计划贡献业绩增长。
- **下游需求波动风险：**终端消费市场需求受经济周期、居民收入等因素影响存在不确定性，可能导致经销商下单或终端采购节奏放缓，影响公司销售。
- **负面舆情及公司治理风险：**若管理层稳定性不足或内部控制存在缺陷，可能对公司品牌声誉及长期发展构成潜在威胁。
- **汇率波动风险：**公司海外业务及原材料进口涉及外币结算，若汇率大幅波动，可能对采购成本、产品定价及汇兑损益产生不利影响，进而影响公司经营业绩及财务稳定性。

盈利预测表

证券代码： 001221

股价： 64.10

投资评级： 买入(首次覆盖)

日期： 20260417

| 资产负债表（百万元） |       |       |       |      | 利润表（百万元）   |       |       |       |       | 每股指标与估值 |       |       |       |       |
|------------|-------|-------|-------|------|------------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 2024A      | 2025E | 2026E | 2027E |      | 2024A      | 2025E | 2026E | 2027E |       | 2024A   | 2025E | 2026E | 2027E |       |
| 现金及现金等价物   | 1007  | 2333  | 3222  | 4410 | 营业收入       | 2857  | 3596  | 4513  | 5610  | 每股指标    |       |       |       |       |
| 应收款项       | 159   | 183   | 249   | 311  | 营业成本       | 1833  | 2245  | 2766  | 3388  | EPS     | 1.48  | 1.75  | 2.28  | 2.98  |
| 存货净额       | 136   | 193   | 254   | 311  | 营业税金及附加    | 24    | 31    | 41    | 49    | BVPS    | 4.85  | 7.03  | 8.84  | 11.21 |
| 其他流动资产     | 37    | 242   | 398   | 504  | 销售费用       | 215   | 273   | 348   | 424   | 估值      |       |       |       |       |
| 流动资产合计     | 1338  | 2952  | 4123  | 5536 | 管理费用       | 101   | 128   | 166   | 202   | P/E     | 0.0   | 36.6  | 28.1  | 21.5  |
| 固定资产       | 770   | 868   | 959   | 1031 | 财务费用       | -12   | -9    | -24   | -32   | P/B     | 0.0   | 9.1   | 7.2   | 5.7   |
| 在建工程       | 84    | 66    | 52    | 38   | 其他费用/（-收入） | 111   | 151   | 190   | 234   | P/S     | 0.0   | 7.1   | 5.7   | 4.6   |
| 无形资产及其他    | 308   | 309   | 303   | 297  | 营业利润       | 595   | 782   | 1028  | 1347  | 财务指标    | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 长期股权投资     | 0     | 0     | 0     | 0    | 营业外净收支     | 1     | 1     | 0     | 0     | 盈利能力    |       |       |       |       |
| 资产总计       | 2500  | 4196  | 5436  | 6901 | 利润总额       | 596   | 782   | 1028  | 1347  | ROE     | 30%   | 25%   | 26%   | 27%   |
| 短期借款       | 100   | 600   | 880   | 1194 | 所得税费用      | 64    | 82    | 116   | 155   | 毛利率     | 36%   | 38%   | 39%   | 40%   |
| 应付款项       | 395   | 439   | 597   | 728  | 净利润        | 531   | 700   | 912   | 1192  | 期间费率    | 11%   | 11%   | 11%   | 11%   |
| 合同负债       | 34    | 49    | 68    | 83   | 少数股东损益     | 0     | 0     | 0     | 0     | 销售净利率   | 19%   | 19%   | 20%   | 21%   |
| 其他流动负债     | 170   | 229   | 289   | 347  | 归属于母公司净利润  | 531   | 700   | 912   | 1192  | 成长能力    |       |       |       |       |
| 流动负债合计     | 699   | 1317  | 1834  | 2352 | 现金流量表（百万元） | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 收入增长率   | 29%   | 26%   | 26%   | 24%   |
| 长期借款及应付债券  | 0     | 0     | 0     | 0    | 经营活动现金流    | 673   | 663   | 1049  | 1383  | 利润增长率   | 60%   | 32%   | 30%   | 31%   |
| 其他长期负债     | 55    | 65    | 65    | 65   | 净利润        | 531   | 700   | 912   | 1192  | 营运能力    |       |       |       |       |
| 长期负债合计     | 55    | 65    | 65    | 65   | 少数股东损益     | 0     | 0     | 0     | 0     | 总资产周转率  | 1.28  | 1.07  | 0.94  | 0.91  |
| 负债合计       | 754   | 1382  | 1898  | 2417 | 折旧摊销       | 75    | 128   | 159   | 181   | 应收账款周转率 | 23.31 | 23.37 | 23.16 | 22.17 |
| 股本         | 360   | 400   | 400   | 400  | 公允价值变动     | 0     | 0     | 0     | 0     | 存货周转率   | 11.87 | 13.64 | 12.38 | 12.01 |
| 股东权益       | 1746  | 2814  | 3538  | 4485 | 营运资金变动     | 61    | -170  | -44   | -21   | 偿债能力    |       |       |       |       |
| 负债和股东权益总计  | 2500  | 4196  | 5436  | 6901 | 投资活动现金流    | -330  | -205  | -229  | -232  | 资产负债率   | 30%   | 33%   | 35%   | 35%   |
|            |       |       |       |      | 资本支出       | -333  | -202  | -230  | -232  | 流动比     | 1.91  | 2.24  | 2.25  | 2.35  |
|            |       |       |       |      | 长期投资       | 0     | 0     | 0     | 0     | 速动比     | 1.68  | 1.92  | 1.90  | 2.01  |
|            |       |       |       |      | 其他         | 3     | -3    | 0     | 1     |         |       |       |       |       |
|            |       |       |       |      | 筹资活动现金流    | -133  | 868   | 69    | 37    |         |       |       |       |       |
|            |       |       |       |      | 债务融资       | -29   | 511   | 280   | 314   |         |       |       |       |       |
|            |       |       |       |      | 权益融资       | 0     | 511   | 0     | 0     |         |       |       |       |       |
|            |       |       |       |      | 其它         | -104  | -154  | -211  | -277  |         |       |       |       |       |
|            |       |       |       |      | 现金净增加额     | 213   | 1326  | 889   | 1188  |         |       |       |       |       |

# 研究小组介绍

## 轻工小组介绍

林昕宇，轻工行业首席分析师，8年卖方研究工作经验，中国人民大学金融学硕士，曾就职于国泰君安证券研究所。紧密跟踪轻工各细分领域并进行深入研究，擅长自上而下及运用国际比较等研究方法。2016年、2017年《新财富》造纸印刷行业第2名团队核心成员，2020年“Institutional Investor·财新”家电与家具行业第3名团队核心成员。

赵兰亭，轻工行业分析师，4年卖方研究经验，伦敦国王学院硕士，曾就职于西南证券研究所，紧密跟踪覆盖出口链和个护板块。

孙馨竹，轻工行业研究助理，对外经济贸易大学金融硕士，紧密跟踪家居、造纸、个护板块。

## 分析师承诺

林昕宇, 赵兰亭, 本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；  
增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%～20%之间；  
中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%～10%之间；  
卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

# 免责声明和风险提示

## 免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，请公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司的证券研究报告。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 轻工研究团队

# 心怀家国，洞悉四海



## 国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋  
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

## 国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银  
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

## 国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168  
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597