

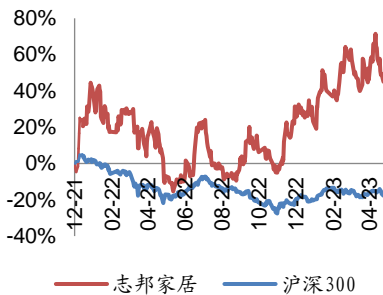
## 衣柜木门快速增长，整装渠道潜力十足

### 投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-28

收盘价(元)	32.73
近12个月最高/最低(元)	38.18/18.60
总股本(百万股)	312
流通股本(百万股)	312
流通股比例(%)	100%
总市值(亿元)	102
流通市值(亿元)	102

### 公司价格与沪深300走势比较



### 分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

### 相关报告

- 1.22H1 零售端韧性十足，渠道逆势扩张 2022-08-31
- 2.第二、三品类高速增长，品类矩阵协同成熟 2022-04-29

### 主要观点：

- **事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报。**公司 2022 年实现营收 53.89 亿元，同比+4.58%；归母净利润 5.37 亿元，同比+6.17%；22Q4 实现营收 18.72 亿元，同比+2.25%，环比+26.33%；归母净利润 2.22 亿元，同比+7.96%，环比+41.14%。23Q1 实现营收 8.06 亿元，同比+6.2%；归母净利润 0.52 亿元，同比+0.49%。
- **23Q1 木门营收大幅增长，大宗渠道增速持续改善。**公司持续推动品类融合，渠道加速下沉扩张。**分品类看**，公司 2022 年厨柜/衣柜/木门营收分别 27.37/21.03/2.28 亿元，同比分别-6.73%/+19.49%/+34.17%，23Q1 营收分别 3.18/3.53/0.40 亿元，同比分别-12.79%/+6.80%/+79.48%。衣柜延续较快增长，木门营收大幅增长，品类协同初见成效。**分渠道看**，2022 年经销/自营/大宗渠道营收 29.00/3.97/16.57 亿元，同比+2.48%/+23.04%/+0.36%，23Q1 营收分别 4.66/0.86/1.34 亿元，同比-6.78%/+15.68%/+4.46%。自营渠道延续高增速。大宗业务持续拓展优质客户，增速持续改善。公司渠道多样化布局，门店拓展推进整装模式。截至 2022 年末，公司厨/衣/木线下门店分别 1722/1726/748 家，同比+31/+107/+349 家，直营门店 35 家，同比+2 家。
- **23Q1 毛利率逆势改善，规模效应逐步显现。**公司 2022 年毛利率 37.69%，同比+1.45pct，其中 22Q4 毛利率 39.42%，同比/环比分别+3.36pcts/+1.96pcts；23Q1 毛利率 36.89%，同比+1.81pcts。2022 年厨柜/衣柜/木门毛利率分别为 41.27%/38.52%/10.37%，同比+0.77pcts/+4.09pcts/-2.67pcts。23Q1 厨/衣/木毛利率分别为 46.48%/35.55%/6.73%，同比分别+3.45pcts/+1.55pcts/-1.27pcts。衣柜盈利能力显著提升，公司产品类优化、原料价格回落、供应链改革提升产品利润水平。**费用端**，公司 22Q3 加强营销投入，2022 年销售、管理、财务费用率分别为 15.43%/4.97%/-0.34%，同比分别+0.77pcts/+0.47pcts/-0.20pcts。23Q1 销售/管理/财务费用率分别为 17.55%/7.36%/-0.06%，同比分别+1.21pcts/-0.37pcts/-0.12pcts。
- **投资建议。**公司衣柜、木门类增长势头强劲，品类融合初显成效。公司深化渠道下沉与整装拓展，盈利能力持续改善，发布股权激励草案彰显长期增长信心。我们预计公司 23-25 年净利润 6.44/7.56/8.78 亿元，同比+20.0%/+17.4%/+16.1%，对应 PE 16X/14X/12X，维持“买入”评级。
- **风险提示**  
地产政策变动，原材料价格大幅波动、市场竞争加剧、疫情反复风险。

## ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5389	6414	7539	8735
收入同比 (%)	4.6%	19.0%	17.5%	15.9%
归属母公司净利润	537	644	756	878
净利润同比 (%)	6.2%	20.0%	17.4%	16.1%
毛利率 (%)	37.7%	35.3%	35.1%	35.0%
ROE (%)	18.6%	18.2%	17.5%	16.8%
每股收益 (元)	1.76	2.07	2.43	2.82
P/E	15.62	16.25	13.84	11.92
P/B	2.91	2.96	2.43	2.01

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2957	3825	4773	5998	<b>营业收入</b>	5389	6414	7539	8735
现金	705	1176	1774	2597	营业成本	3358	4152	4893	5678
应收账款	207	225	273	313	营业税金及附加	44	51	60	70
其他应收款	126	166	189	221	销售费用	832	936	1101	1275
预付账款	58	68	81	94	管理费用	268	308	362	419
存货	305	415	474	556	财务费用	-18	-12	-26	-40
其他流动资产	1557	1775	1982	2216	资产减值损失	-37	1	1	1
<b>非流动资产</b>	2820	3034	3211	3403	公允价值变动收益	-5	0	0	0
长期投资	134	138	138	138	投资净收益	16	12	17	19
固定资产	1491	1616	1717	1831	<b>营业利润</b>	576	695	815	946
无形资产	255	303	342	384	营业外收入	4	0	0	0
其他非流动资产	939	977	1013	1050	营业外支出	4	0	0	0
<b>资产总计</b>	5777	6859	7984	9401	<b>利润总额</b>	577	695	815	946
<b>流动负债</b>	2775	2850	3389	3906	所得税	40	51	59	68
短期借款	367	0	0	0	<b>净利润</b>	537	644	756	878
应付账款	580	682	817	943	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1828	2168	2572	2963	<b>归属母公司净利润</b>	537	644	756	878
<b>非流动负债</b>	124	470	280	280	EBITDA	806	780	882	992
长期借款	0	161	161	161	EPS (元)	1.76	2.07	2.43	2.82
其他非流动负债	124	309	119	119					
<b>负债合计</b>	2899	3320	3670	4186					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	312	312	312	312					
资本公积	766	766	766	766					
留存收益	1801	2461	3237	4138					
归属母公司股东权益	2879	3538	4314	5215					
<b>负债和股东权益</b>	5777	6859	7984	9401					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	766	831	1084	1132	<b>成长能力</b>				
净利润	537	644	756	878	营业收入	4.6%	19.0%	17.5%	15.9%
折旧摊销	197	134	136	135	营业利润	4.5%	20.6%	17.2%	16.1%
财务费用	13	7	3	3	归属于母公司净利	6.2%	20.0%	17.4%	16.1%
投资损失	-16	-12	-17	-19	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-35	46	188	116	毛利率 (%)	37.7%	35.3%	35.1%	35.0%
其他经营现金流	643	610	585	781	净利率 (%)	10.0%	10.0%	10.0%	10.1%
<b>投资活动现金流</b>	-443	-332	-293	-305	ROE (%)	18.6%	18.2%	17.5%	16.8%
资本支出	-379	-341	-311	-325	ROIC (%)	17.4%	15.4%	15.4%	14.8%
长期投资	-102	-4	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	38	13	18	20	资产负债率 (%)	50.2%	48.4%	46.0%	44.5%
<b>筹资活动现金流</b>	-433	-28	-193	-3	净负债比率 (%)	100.7%	93.8%	85.1%	80.3%
短期借款	71	-367	0	0	流动比率	1.07	1.34	1.41	1.54
长期借款	-200	161	0	0	速动比率	0.57	0.76	0.83	0.96
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	-40	0	0	0	总资产周转率	0.93	0.94	0.94	0.93
其他筹资现金流	-264	178	-193	-3	应收账款周转率	26.02	28.46	27.60	27.88
<b>现金净增加额</b>	-105	472	597	824	应付账款周转率	5.79	6.09	5.99	6.02

每股指标 (元)				
每股收益	1.76	2.07	2.43	2.82
每股经营现金流薄)	2.46	2.67	3.48	3.63
每股净资产	9.23	11.35	13.84	16.72

估值比率				
P/E	15.62	16.25	13.84	11.92
P/B	2.91	2.96	2.43	2.01
EV/EBITDA	10.00	12.38	10.04	8.11

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**马远方，新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队。2021年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。