

## 2021 中报点评：业绩符合市场预期，产品结构优化及规模效应驱动盈利能力提升 增持（首次）

2021 年 08 月 26 日

证券分析师 张潇

执业证号：S0600521050003

zhangxiao@dwzq.com.cn

证券分析师 邹文婕

执业证号：S0600521060001

zouwj@dwzq.com

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,494	2,222	3,005	4,029
同比（%）	1.5%	48.8%	35.2%	34.1%
归母净利润（百万元）	197	277	363	468
同比（%）	12.4%	40.4%	31.2%	29.1%
每股收益（元/股）	1.06	1.48	1.95	2.51
P/E（倍）	17.17	12.23	9.32	7.22

### 投资要点

- **业绩符合市场预期。**公司 2021H1 实现营业收入 8.44 亿元，同比+64.29%，较 2019H1+52.2%；实现归母净利润 0.98 亿元，同比+96.13%，较 2019H1+64.4%。其中 2021Q2 营业收入 4.98 亿元，同比+49.2%；归母净利润 0.63 亿元，同比+36.33%。
- **大宗及零售渠道均实现高增。**分渠道看，零售经销商渠道实现收入 3.38 亿元（占 40.7%），同比+52.5%；大宗业务渠道收入 5 亿元（占 59.3%），同比+76.7%。公司大宗渠道收入占比持续提升，2021H1 保利等大客户逐渐放量，资本绑定优势开始兑现。零售渠道方面，公司 2021H1 未经销门店数量为 953 家（较 2020 年末净增 13 家），其中综合店 707 家、橱卫独立店 139 家、衣木独立店 107 家，综合店占比持续提升。此外，公司持续拓展整装渠道布局，2021H1 开拓 170 余家家装公司渠道，与碧桂园、万科、保利、融创等头部房企合作“拎包入住”装修项目。
- **品类扩张与中高端化双线并进，单店收入同比+42.5%。**分产品看，橱柜收入 6.05 亿元，同比+63.44%；衣柜收入 2.2 亿元，同比+70.18%；木门收入 548.5 万元，同比+449.7%。从产品角度看，公司着力于推进品类扩张及产品中高端升级。在品类扩张方面，公司一方面增设成品家具部门，开发衣柜成品促进衣柜产品销售；另一方面加强与 COLMO、美的等电器品牌合作促进配套家电销售。在中高端化方面，零售业务中高端产品占比不断提升驱动套单值增长，其中橱柜、衣柜套单值同比分别+5.63%、+10.98%。套单值增长带动单店收入同比+42.5%。
- **产品结构优化及规模效应下，盈利能力逆势提升。**盈利能力方面，公司 2021H1 毛利率及净利率分别为 33.61%、12.19%，同比分别+2.03pp（可比口径）、+1.4pp。毛利率及净利率提升主要与零售产品结构持续升级、天津静海生产基地产能爬坡释放规模效应有关。
- **现金流短期承压。**2021H1 公司经营现金流为-3.06 亿元，现金流承压主要由于个别地产客户应收票据到期尚未偿付及公司支付履约保证金影响。截至 2021 年 6 月 30 日，公司已到期尚未兑付票据金额为 3.84 亿元；截至 2021 年 8 月 25 日前，其中 0.22 亿元已收到回款，2.75 亿元已达成购买资产抵偿解决方案，剩余未兑付票据金额 0.83 亿元。后续随着客户结构持续优化，现金流压力有望减轻。
- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2021-2023 年净利润分别为 2.8、3.6、4.7 亿元，对应 PE12、9、7X。公司扩品类及大宗渠道弹性充足，有望把握精装机遇脱颖而出，首次覆盖，“增持”评级。
- **风险提示：**竣工不及市场预期，业务转型遇到阻碍，资金占用增加等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	18.13
一年最低/最高价	16.83/28.98
市净率(倍)	1.68
流通 A 股市值(百万元)	2074.78

### 基础数据

每股净资产(元)	10.82
资产负债率(%)	34.00
总股本(百万股)	186.54
流通 A 股(百万股)	114.44

### 相关研究

皮阿诺三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>2,477</b>	<b>2,798</b>	<b>3,322</b>	<b>4,105</b>	<b>营业收入</b>	<b>1,494</b>	<b>2,222</b>	<b>3,005</b>	<b>4,029</b>
现金	892	770	1,041	1,396	减:营业成本	985	1,483	2,014	2,712
应收账款	848	1,172	1,232	1,454	营业税金及附加	11	18	25	32
存货	281	364	552	710	营业费用	128	195	269	364
其他流动资产	456	493	497	546	管理费用	102	145	190	251
<b>非流动资产</b>	<b>652</b>	<b>1,046</b>	<b>1,071</b>	<b>1,063</b>	研发费用	46	69	92	121
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	8	25	50	65
固定资产	371	447	528	645	资产减值损失	1	8	8	9
在建工程	37	91	114	129	加:投资净收益	6	5	15	8
无形资产	187	191	214	226	其他收益	5	5	5	5
其他非流动资产	57	317	216	62	资产处置收益	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3,129</b>	<b>3,844</b>	<b>4,394</b>	<b>5,168</b>	<b>营业利润</b>	<b>257</b>	<b>358</b>	<b>470</b>	<b>608</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,000</b>	<b>1,390</b>	<b>1,607</b>	<b>1,942</b>	加:营业外净收支	0	0	-1	0
短期借款	40	175	440	433	<b>利润总额</b>	<b>257</b>	<b>358</b>	<b>470</b>	<b>608</b>
应付账款	611	624	635	721	减:所得税费用	41	51	67	88
其他流动负债	349	591	532	787	少数股东损益	19	30	39	51
<b>非流动负债</b>	<b>121</b>	<b>186</b>	<b>157</b>	<b>121</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>197</b>	<b>277</b>	<b>363</b>	<b>468</b>
长期借款	69	134	105	68	EBIT	237	343	465	600
其他非流动负债	52	52	52	52	EBITDA	282	397	530	680
<b>负债合计</b>	<b>1,121</b>	<b>1,576</b>	<b>1,764</b>	<b>2,062</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	87	117	157	208	每股收益(元)	1.06	1.48	1.95	2.51
归属母公司股东权益	1,921	2,151	2,473	2,898	每股净资产(元)	10.30	11.53	13.26	15.54
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,129</b>	<b>3,844</b>	<b>4,394</b>	<b>5,168</b>	发行在外股份(百万股)	187	187	187	187
					ROIC(%)	26.4%	27.3%	27.2%	31.2%
					ROE(%)	10.7%	13.5%	15.3%	16.7%
					毛利率(%)	34.1%	33.3%	33.0%	32.7%
					销售净利率(%)	13.2%	12.4%	12.1%	11.6%
					资产负债率(%)	35.8%	41.0%	40.1%	39.9%
					收入增长率(%)	1.5%	48.8%	35.2%	34.1%
					归母净利润增长率(%)	12.4%	40.4%	31.2%	29.1%
					P/E	17.17	12.23	9.32	7.22
					P/B	1.76	1.57	1.37	1.17
					EV/EBITDA	8.29	6.86	5.15	3.51

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>