

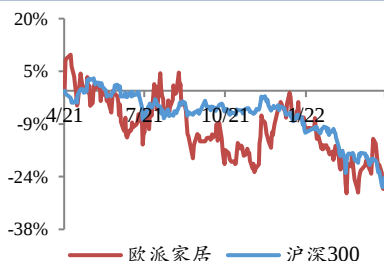
22Q1 收入超预期，龙头成长动力充沛

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-04-29

收盘价（元） 111.70
近12个月最高/最低价（元） 171.66/104.25
总股本（百万股） 609
流通股本（百万股） 609
流通股比例（%） 100.00
总市值（亿元） 680
流通市值（亿元） 680

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. 品类接力增长，整装把握战略级流量入口 2022-04-24

主要观点：

- **事件：公司发布 2022 年一季报，营收超预期。**公司 22Q1 实现营收 41.44 亿元，同比+25.6%；归母净利润 2.53 亿元，同比+3.88%；扣非归母净利润 2.34 亿元，同比+11.99%。
- **衣、木延续高增，零售增长表现优异。**分产品来看，公司 22Q1 橱柜/衣柜及配套/卫浴/木门营收分别为 13.24/23.2/1.67/2.18 亿元，同比分别+5.13%/40.85%/1.19%/32.29%，衣柜、木门延续高增。**分渠道来看**，22Q1 公司经销/直营渠道营收分别为 32.2/1.2 亿元，同比分别+34.1%、51.2%，直营渠道增速亮眼，零售渠道在去年同期高基数下仍保持较高增速；大宗渠道稳健推进，营收下降 6.98%至 6.7 亿元。门店持续优化，橱柜/衣柜/卫浴/木门/欧铂丽门店数量分别为 2449/2143/810/1022/974 家，较 2021 年末分别-10/-58/+5/+1/-15 家。
- **盈利短期承压，精细化控费成效初显。**公司 22Q1 毛利率/净利率分别 27.66%/6.08%，同比分别-1.31/-0.28pct，环比-3.05/-2.17pct。受原材料价格上涨、配套品占比提升、转固折旧等因素影响盈利短期承压。费用方面，公 22Q1 司通过精细化管理降低期间费用率 1.5pct 至 20.4%，费用管控能力优异。
- **推行整装新模式试点，在手订单良好 Q2 放量可期。**公司积极探索大家居新模式，于 4 月初提出由集团与经销商共同出资在核心城市成立合资公司，负责开设立体引流的大家居展示中心，进一步把握流量入口主动权。此外，22Q1 公司在手订单良好，合同负债+预收款项合计达 19.8 亿元，同比+39.9%，Q2 起陆续放量，业绩高增可期。
- **投资建议与估值。**公司坚定推行整装大家居战略，把握战略级流量入口，多品类协同发展提升客单值，持续强化产品力与全渠道优势。我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为 30.61/35.96/43.38 亿元，同比+14.8%、17.5%/20.6%，对应 PE 为 22.23X/18.92X/15.68X，维持“买入”评级。
- **风险提示。**
地产下行风险、原材料大幅波动、行业竞争加剧、疫情反复风险。

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	20442	24205	28506	33650
收入同比（%）	38.7%	18.4%	17.8%	18.0%
归属母公司净利润	2666	3061	3596	4338
净利润同比（%）	29.2%	14.8%	17.5%	20.6%
毛利率（%）	31.6%	31.0%	30.6%	30.7%
ROE（%）	18.5%	17.5%	17.1%	17.1%
每股收益（元）	4.40	5.03	5.90	7.12
P/E	33.52	22.23	18.92	15.68
P/B	6.24	3.89	3.23	2.68
EV/EBITDA	23.88	15.69	12.81	10.01

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	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	11243	12334	16804	22269	营业收入	20442	24205	28506	33650
现金	6562	7280	11080	15861	营业成本	13978	16707	19785	23324
应收账款	1012	1128	1356	1590	营业税金及附加	143	174	203	240
其他应收款	96	97	120	140	销售费用	1386	1646	1938	2288
预付账款	148	168	202	237	管理费用	1131	1355	1596	1884
存货	1463	1636	1982	2319	财务费用	-115	-172	-275	-404
其他流动资产	1962	2025	2063	2123	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	12150	12722	13124	13412	公允价值变动收益	52	0	0	0
长期投资	16	19	23	25	投资净收益	21	37	38	47
固定资产	6648	7331	7858	8299	营业利润	3060	3534	4150	5011
无形资产	1064	983	866	713	营业外收入	32	30	27	27
其他非流动资产	4422	4389	4378	4375	营业外支出	17	17	15	15
资产总计	23393	25057	29928	35681	利润总额	3075	3547	4162	5023
流动负债	8285	6889	8165	9582	所得税	411	488	567	687
短期借款	2389	0	0	0	净利润	2664	3060	3595	4336
应付账款	2018	2060	2578	2985	少数股东损益	-1	-1	-2	-2
其他流动负债	3877	4829	5587	6597	归属母公司净利润	2666	3061	3596	4338
非流动负债	699	699	699	699	EBITDA	3589	3874	4447	5214
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	4.40	5.03	5.90	7.12
其他非流动负债	699	699	699	699					
负债合计	8984	7588	8864	10281					
少数股东权益	0	-1	-2	-4					
股本	609	609	609	609					
资本公积	4361	4361	4361	4361					
留存收益	9438	12499	16096	20434					
归属母公司股东权益	14409	17470	21066	25404					
负债和股东权益	23393	25057	29928	35681					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2024E
经营活动现金流	4046	4360	4933	5866	成长能力				
净利润	2666	3061	3596	4338	营业收入	38.7%	18.4%	17.8%	18.0%
折旧摊销	711	689	775	848	营业利润	27.1%	15.5%	17.4%	20.7%
财务费用	144	36	0	0	归属于母公司净利	29.2%	14.8%	17.5%	20.6%
投资损失	-21	-37	-38	-47	获利能力				
营运资金变动	502	620	606	733	毛利率 (%)	31.6%	31.0%	30.6%	30.7%
其他经营现金流	2208	2432	2983	3599	净利率 (%)	13.0%	12.6%	12.6%	12.9%
投资活动现金流	-2065	-1216	-1133	-1085	ROE (%)	18.5%	17.5%	17.1%	17.1%
资本支出	-1231	-552	-360	-265	ROIC (%)	14.8%	15.7%	15.0%	14.8%
长期投资	-916	-691	-801	-857	偿债能力				
其他投资现金流	82	27	28	37	资产负债率 (%)	38.4%	30.3%	29.6%	28.8%
筹资活动现金流	-187	-2425	0	0	净负债比率 (%)	62.3%	43.4%	42.1%	40.5%
短期借款	763	-2389	0	0	流动比率	1.36	1.79	2.06	2.32
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.16	1.53	1.79	2.06
普通股增加	8	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	618	0	0	0	总资产周转率	0.87	0.97	0.95	0.94
其他筹资现金流	-1575	-36	0	0	应收账款周转率	20.21	21.45	21.02	21.16
现金净增加额	1783	718	3799	4781	应付账款周转率	6.93	8.11	7.67	7.81

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	4.40	5.03	5.90	7.12	P/E	33.52	22.23	18.92	15.68
每股经营现金流薄)	6.64	7.16	8.10	9.63	P/B	6.24	3.89	3.23	2.68
每股净资产	23.65	28.68	34.58	41.70	EV/EBITDA	23.88	15.69	12.81	10.01

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。