

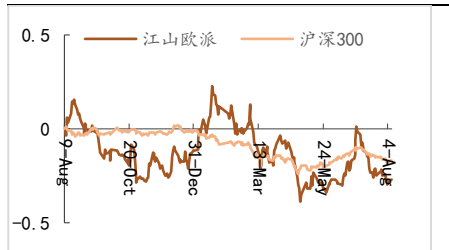
评级： 增持

核心观点

陈梦
首席分析师
SAC 执证编号：S0110521070002
chenmeng@sczq.com.cn
电话：010-81152649

褚远熙
研究助理
chuyuanxi@sczq.com.cn
电话：010-81152648

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价(元)	39.46
一年内最高/最低价(元)	67.18/33.01
市盈率(当前)	27.49
市净率(当前)	2.15
总股本(亿股)	1.37
总市值(亿元)	53.90

资料来源：聚源数据

相关研究

- 工程渠道客户结构优化，经销渠道加速拓展

- **事件：**公司发布 2022 年半年报，报告期内实现营业收入 12.70 亿元，同比下降 9.70%；实现归母净利润 1.17 亿元，同比下降 34.29%；实现扣非后归母净利润 0.56 亿元，同比下降 62.51%。

点评：

- **疫情扰动叠加成本上行，上半年经营承压。**公司 Q1/Q2 单季实现营收 4.91/7.80 亿元，分别同比+3.46%/-16.40%；Q1/Q2 单季归母净利润 0.55/0.61 亿元，分别同比+67.48%/-57.61%。分渠道看，公司大宗渠道大力发展工程代理商，上半年大宗渠道收入 8.08 亿元，同比-23.60%（其中大宗工程渠道/代理商渠道分别收入 4.55/3.12 亿元，同比-40.42%/+34.13%）；同时，公司积极开拓经销商，上半年新增加盟商 6650 家，截至报告期末公司共拥有加盟商 20119 家，推动经销渠道同比高增，上半年经销渠道实现收入 3.54 亿元，同比+52.15%（Q1/Q2 分别收入 1.27/2.27 亿元，分别同比+74.30%/+42.01%）。
- **盈利能力下降，静待疫后复苏拐点向上。**公司上半年毛利率同比-1.62 pct 至 28.68%，主要原因一是原材料价格上涨叠加应收款项账期延长导致成本同比上行；二是销售结构变化，毛利率较高的直营工程渠道收入占比下降，毛利率较低的代理商/经销商渠道占比提升。期间费用率同比+5.13 pct 至 20.97%，其中由于公司加大营销变革致销售费用率+4.45 pct 至 13.35%，管理及研发费用率+0.80 pct 至 7.46%，财务费用率-0.12 pct 至 0.15%，销售净利率同比降 3.92 pct 至 8.94%。
- **产能扩张为公司发展提供新动能。**公司有序推进江山莲花山防火门产线项目和重庆年产 120 万套木门项目两大生产基地的建设，首批产线已开始投入使用，未来随着新增产能释放和规模效应的进一步提升，将为公司业绩增长提供有力支撑。
- **投资建议：工程业务壁垒深厚，维持“增持”评级。**公司为我国木门工程业务龙头，积极探索工程代理和家装等新业务模式，不断优化公司渠道结构。考虑到“新冠”疫情反复及部分工程客户订单减值损失影响，我们下调公司盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.73/4.76/5.95 亿元(原预测 2022/23 年归母净利润 7.7/9.8 亿元)，对应当前市值 PE 分别为 14/11/9X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**精装房开盘不及预期，渠道开拓不及预期。

盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
营收(亿元)	31.57	37.07	44.66	52.50
营收增速(%)	4.8%	17.4%	20.5%	17.6%
净利润(亿元)	2.57	3.73	4.76	5.95
净利润增速(%)	-39.7%	45.1%	27.8%	25.0%
EPS(元/股)	2.45	2.73	3.49	4.36
PE	16	14	11	9

资料来源：Wind，首创证券

分析师简介

陈梦，轻工纺服与家电行业首席分析师，北京大学硕士，曾就职民生证券、华创证券，2021年7月加入首创证券。十三届卖方分析师水晶球入围；十四届卖方分析师水晶球第五名；十八届新财富最佳分析师入围。

褚远熙，轻工制造行业研究助理，香港中文大学硕士，2021年6月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现