

# Q2 营收稳步成长，更显龙头本色

华泰研究

2022年8月11日 | 中国内地

公告点评

家居用品

投资评级(维持):

**增持**

目标价(人民币):

**149.40**

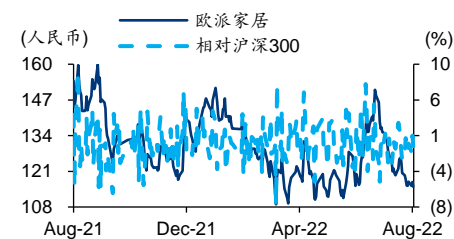
研究员  
SAC No. S0570521060001 lvmingzhang@htsc.com  
+ (86) 21 2897 2228

联系人  
SAC No. S0570121070181 liusiqi@htsc.com  
SFC No. BSE590 + (86) 21 2897 2228

## 基本数据

目标价(人民币)	149.40
收盘价(人民币 截至8月10日)	115.40
市值(人民币百万)	70,296
6个月平均日成交额(人民币百万)	214.30
52周价格范围(人民币)	108.98-159.90
BVPS(人民币)	24.05

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 逆境方显龙头本色，Q2 营收同增 13.23%

8月10日公司发布业绩快报,22H1 国内疫情反复、地产持续疲软大背景下,公司营收同增 18.21%至 96.93 亿元,归母净利润同增 0.58%至 10.18 亿元;其中 Q2 在疫情严重扰动及 21 年同期高基数下,公司积极践行大家居战略,单季营收仍同增 13.23%至 55.49 亿元,龙头成长韧性凸显;此外, Q2 归母净利润同比略降 0.46%,我们判断主要系原料价格尚处高位等所致。我们预计 22-24 年 EPS 为 4.98/5.91/7.04 元。参照可比公司 22 年 Wind 一致预期 17 倍 PE 均值,考虑到公司大家居布局领先,同时整装渠道快速开拓构筑竞争壁垒,同时结合公司 18 年以来估值中枢表现(平均预测 PE 为 29.8x),给予公司 22 年 30 倍目标 PE,目标价 149.40 元,维持“增持”评级。

## 零售主业稳步成长，整装贡献第二增长极

分业务看,22 年行业需求承压背景下,公司以“拓渠道、抢流量、增单值、扩份额”为总基调,多维度积极推进公司的大家居战略。橱柜方面,公司厨房专业化品牌战略再度升级,上半年服务客户数平稳增长;衣柜方面,22 年全面升级整家战略,29800 元整家套餐+9999 元厨柜套餐发布后,终端引流效果与转化能力可观,引领零售业务成长;大宗方面,房企信用风险扰动下业务以稳盘为目标,我们判断上半年大宗收入略有承压;整装方面,在领先优势下,整装获客能力、运营能力、行业口碑得到持续强化,我们预计上半年整装业务有望继续保持快速增长。

## 整家+整装两翼并行，高筑竞争壁垒，经营势能向上

1) 零售大家居方面,公司以整家战略为依托,凭借强大供应链管理能力和整合品类,引领行业销售模式升级,深度挖掘单客经济价值;同时考虑到整家套餐的销售门槛更高,将进一步拉大龙头与中小品牌的差距;2) 整装大家居方面,历经 4 年磨合,整装进入放量收获期,欧派整装+铂尼思整装+经销整装三维度整装体系树立渠道壁垒,绑定优质装企资源,助力公司进一步向前端抢占用户流量,已成为公司收入重要增长极。受益于整家+整装战略发力,我们预计公司接单能力有望持续领跑行业,全年表现仍值得期待。

## 泛家居行业龙头，维持“增持”评级

在地产景气下行、疫情扰动背景下,公司率先推出整家定制、加大整装渠道拓展,产品、渠道等多维度创新夯实竞争优势,打开成长空间。我们维持盈利预测,预计 2022-2024 年归母净利润分别为 30.31/36.03/42.87 亿元,对应 EPS 为 4.98/5.91/7.04 元。参照可比公司 2022 年 Wind 一致预期 17 倍 PE 均值,给予 22 年 30 倍目标 PE,目标价 149.40 元,维持“增持”评级。

风险提示:疫情反扑影响,地产销售大幅下滑,原料价格大幅上涨。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	14,740	20,442	24,155	28,852	34,252
+/-%	8.91	38.68	18.16	19.45	18.72
归属母公司净利润(人民币百万)	2,063	2,666	3,031	3,603	4,287
+/-%	12.13	29.23	13.69	18.89	18.99
EPS(人民币,最新摊薄)	3.39	4.38	4.98	5.91	7.04
ROE(%)	17.30	18.49	17.38	17.12	16.93
PE(倍)	34.08	26.37	23.20	19.51	16.40
PB(倍)	5.89	4.88	4.03	3.34	2.78
EV EBITDA(倍)	22.78	17.88	15.41	12.56	9.98

资料来源:公司公告、华泰研究预测

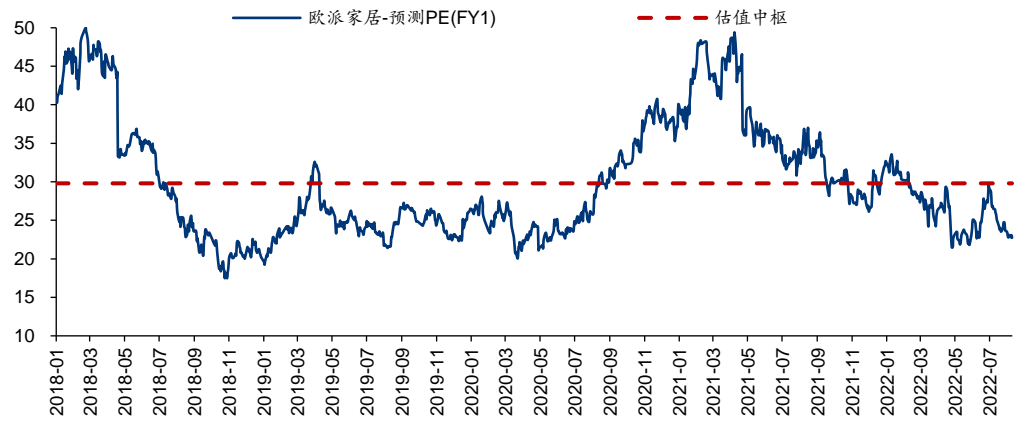
图表1：可比公司估值对比（截至 2022 年 8 月 10 日）

证券代码	公司简称	当前市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002572 CH	索菲亚	152.37	13.87	16.64	19.68	11	9	8
300616 CH	尚品宅配	44.34	2.13	3.00	3.91	21	15	11
603801 CH	志邦家居	63.21	6.07	7.35	8.81	10	9	7
603180 CH	金牌厨柜	36.07	4.18	5.14	6.22	9	7	6
603816 CH	顾家家居	365.82	20.71	25.33	30.47	18	14	12
603899 CH	晨光股份	399.79	17.80	21.41	25.40	22	19	16
603195 CH	公牛集团	848.95	31.99	37.21	42.82	27	23	20
	平均值					17	14	11
603833 CH	欧派家居	702.96	30.31	36.03	42.87	23	20	16

注：欧派家居 2022-2024 年盈利预测为华泰轻工预测值，其余参考 Wind 一致预期

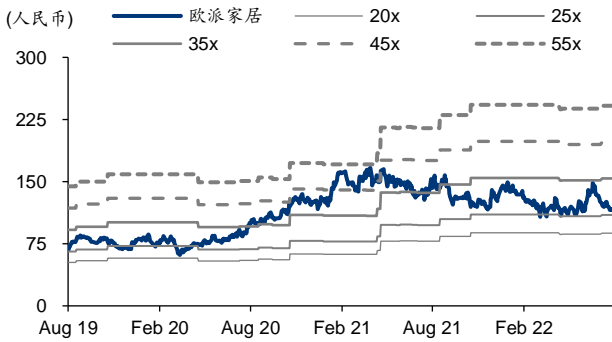
资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰研究预测

图表2：2018 年以来欧派家居预测 PE (FY1)



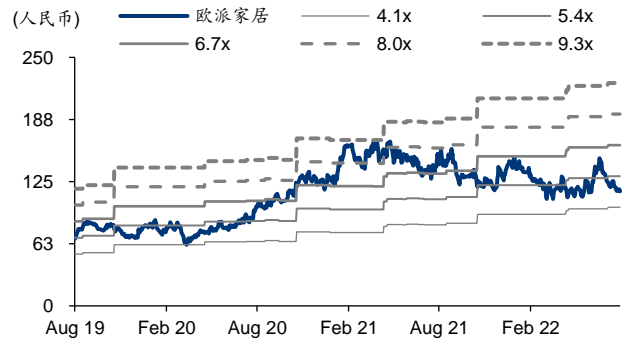
资料来源：Wind, 华泰研究

图表3：欧派家居 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表4：欧派家居 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	8,250	11,243	13,434	17,407	20,591
现金	4,427	6,562	9,074	11,640	14,983
应收账款	602.17	1,012	895.33	1,383	1,322
其他应收账款	38.98	95.59	63.42	126.51	98.97
预付账款	84.93	148.35	127.30	201.95	188.92
存货	808.66	1,463	1,250	2,001	1,869
其他流动资产	2,288	1,962	2,024	2,054	2,130
<b>非流动资产</b>	10,593	12,150	13,175	14,626	16,230
长期投资	15.51	15.54	21.58	27.62	33.66
固定投资	6,093	6,648	7,518	8,728	10,148
无形资产	1,464	1,064	1,025	983.76	932.20
其他非流动资产	3,021	4,422	4,610	4,887	5,116
<b>资产总计</b>	18,844	23,393	26,609	32,033	36,821
<b>流动负债</b>	5,926	8,285	8,459	10,266	10,755
短期借款	1,627	2,389	2,389	2,389	2,389
应付账款	1,145	2,018	1,759	2,768	2,622
其他流动负债	3,154	3,877	4,311	5,109	5,744
<b>非流动负债</b>	992.24	699.12	709.22	723.88	734.73
长期借款	0.00	0.00	10.10	24.75	35.61
其他非流动负债	992.24	699.12	699.12	699.12	699.12
<b>负债合计</b>	6,918	8,984	9,169	10,989	11,489
少数股东权益	0.00	0.16	0.77	1.49	2.35
股本	601.53	609.15	609.15	609.15	609.15
资本公积	3,744	4,361	4,361	4,361	4,361
留存公积	7,438	9,379	12,410	16,014	20,302
归属母公司股东权益	11,925	14,409	17,439	21,042	25,330
<b>负债和股东权益</b>	18,844	23,393	26,609	32,033	36,821

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金</b>	3,889	4,046	4,039	4,564	5,616
净利润	2,063	2,664	3,031	3,604	4,288
折旧摊销	568.28	696.47	623.54	702.44	841.87
财务费用	(34.67)	(115.48)	(43.94)	(58.87)	(78.20)
投资损失	(37.40)	(20.58)	(33.04)	(33.04)	(33.04)
营运资金变动	1,148	508.10	555.07	452.48	711.51
其他经营现金	182.50	313.29	(93.82)	(103.21)	(114.01)
<b>投资活动现金</b>	(2,337)	(2,065)	(1,570)	(2,075)	(2,367)
资本支出	(1,900)	(1,235)	(1,638)	(2,143)	(2,433)
长期投资	(575.67)	(915.93)	(6.04)	(6.04)	(6.04)
其他投资现金	138.24	85.60	74.27	73.41	72.38
<b>筹资活动现金</b>	584.96	(187.04)	43.27	77.82	93.48
短期借款	1,574	762.52	0.00	0.00	0.00
长期借款	(406.46)	0.00	10.10	14.66	10.86
普通股增加	181.36	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	761.83	617.69	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,526)	(1,567)	33.18	63.16	82.62
现金净增加额	2,111	1,783	2,512	2,566	3,343

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	14,740	20,442	24,155	28,852	34,252
营业成本	9,579	13,978	16,693	20,006	23,817
营业税金及附加	111.33	142.76	168.70	201.50	239.21
营业费用	1,147	1,386	1,589	1,841	2,116
管理费用	961.15	1,131	1,313	1,539	1,793
财务费用	(34.67)	(115.48)	(43.94)	(58.87)	(78.20)
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	21.77	52.29	52.29	52.29	52.29
投资净收益	37.40	20.58	33.04	33.04	33.04
<b>营业利润</b>	2,407	3,060	3,483	4,144	4,934
营业外收入	25.75	32.39	32.39	32.39	32.39
营业外支出	20.40	17.32	17.32	17.32	17.32
<b>利润总额</b>	2,413	3,075	3,499	4,159	4,949
所得税	350.05	410.80	467.39	555.68	661.20
<b>净利润</b>	2,063	2,664	3,031	3,604	4,288
少数股东损益	0.00	(1.44)	0.61	0.72	0.86
归属母公司净利润	2,063	2,666	3,031	3,603	4,287
EBITDA	2,917	3,638	4,057	4,778	5,680
EPS (人民币, 基本)	3.39	4.38	4.98	5.91	7.04

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	8.91	38.68	18.16	19.45	18.72
营业利润	14.38	27.11	13.84	18.97	19.06
归属母公司净利润	12.13	29.23	13.69	18.89	18.99
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	35.01	31.62	30.89	30.66	30.46
净利率	13.99	13.03	12.55	12.49	12.52
ROE	17.30	18.49	17.38	17.12	16.93
ROIC	28.59	44.96	48.14	48.84	51.22
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	36.71	38.40	34.46	34.31	31.20
净负债比率 (%)	(15.94)	(24.77)	(34.88)	(41.01)	(47.20)
流动比率	1.39	1.36	1.59	1.70	1.91
速动比率	1.22	1.15	1.42	1.47	1.72
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.88	0.97	0.97	0.98	0.99
应收账款周转率	26.93	25.33	25.33	25.33	25.33
应付账款周转率	9.67	8.84	8.84	8.84	8.84
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	3.39	4.38	4.98	5.91	7.04
每股经营现金流(最新摊薄)	6.39	6.64	6.63	7.49	9.22
每股净资产(最新摊薄)	19.58	23.65	28.63	34.54	41.58
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	34.08	26.37	23.20	19.51	16.40
PB (倍)	5.89	4.88	4.03	3.34	2.78
EV EBITDA (倍)	22.78	17.88	15.41	12.56	9.98

## 免责声明

### 分析师声明

本人，吕明璋，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师吕明璋本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

**增持：** 预计行业股票指数超越基准

**中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平

**减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

**买入：** 预计股价超越基准15%以上

**增持：** 预计股价超越基准5%~15%

**持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

**卖出：** 预计股价弱于基准15%以上

**暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司