



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

买入（维持）

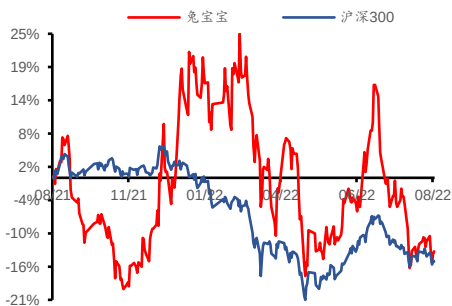
行业： 建筑材料
日期： 2022年08月29日

分析师： 金文曦
Tel: 021-53686143
E-mail: jinwenxi@shzq.com
SAC 编号: S0870521100003
联系人： 蔡萌萌
Tel: 021-53686184
E-mail: caimengmeng@shzq.com
SAC 编号: S0870121110010

基本数据

最新收盘价（元） 8.69
12mth A 股价格区间（元） 8.40-13.10
总股本（百万股） 772.84
无限售 A 股/总股本 89.72%
流通市值（亿元） 60.25

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《“工程+零售”双轮驱动，渠道变革助推业绩增长》

——2022 年 04 月 30 日

《板材龙头初心不改，家居赛道高歌猛进》

——2022 年 04 月 22 日

全屋定制逆势扩张，渠道变革增长可期

——兔宝宝 2022 中报点评

■ 投资摘要

8月26日，公司发布2022年中报。2022H1实现营业收入37.32亿元，同比减少2.54%；实现归母净利润2.67亿元，同比减少15.01%。

装饰材料业务完善产品矩阵，强化渠道运营。深化分公司运营，装饰材料销售下设分公司16家，分公司可灵活根据当地市场属性制定最优渠道拓展方案；门店零售区域外围区域加速填补空白市场，加密分销门店和网点，不断进行渠道下沉。同时，公司完善渠道产品体系，已初步形成家装产品体系、家具厂专供体系和工装产品体系为一体的产品矩阵，顺应多元化消费需求，提升产品市场竞争力。2022H1装饰材料业务实现营业收入28.64亿元，同比降低1.31%，其中板材产品收入18.8亿元，同比下降7.86%，板材品牌使用费（含易装品牌使用费）1.94亿元，同比增长30.67%。

定制家居“零售+工程”双轮驱动，直营业务聚焦优质客户。2022H1定制家居业务实现收入8.3亿元，同比减少4.02%，其中全屋定制业务实现营业收入2.09亿元，同比增长26.4%，工程渠道裕丰汉唐实现收入4.67亿元，同比减少10.6%。零售端依托品牌优势和研发优势，增强客户粘性，工程端强化风控，直营业务重点聚焦央企和优质民企，同时借助兔宝宝渠道优势，提升工程代理商收入占比。

■ 投资建议

公司装饰材料业务强化渠道变革，深化分公司运营，定制家居业务“零售+工程”双轮驱动，全屋定制逆势增长。我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 116.1/140.31/172.64 亿元，同比增长 23.2%/20.9%/23%；归母净利润分别为 8.04/9.88/12.36 亿元，同比增长 13%/22.8%/25.1%，EPS 分别为 1.04/1.28/1.60 元/股，对应 8 月 26 日股价，估值分别为 8X/7X/5X，维持“买入”评级。

■ 风险提示

原材料价格波动风险；板材销售增长不及预期；房地产市场波动风险

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9426	11610	14031	17264
年增长率	45.8%	23.2%	20.9%	23.0%
归母净利润	712	804	988	1236
年增长率	76.7%	13.0%	22.8%	25.1%
每股收益（元）	0.92	1.04	1.28	1.60
市盈率（X）	9.44	8.35	6.80	5.43
市净率（X）	3.15	2.61	1.89	1.40

资料来源：Wind，上海证券研究所（2022 年 08 月 26 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	604	1005	1959	2951
应收票据及应收账款	1460	1172	2150	1880
存货	648	1195	983	1705
其他流动资产	514	838	664	1013
流动资产合计	3226	4210	5756	7550
长期股权投资	37	30	42	50
投资性房地产	13	10	12	10
固定资产	503	595	751	1069
在建工程	29	33	11	2
无形资产	99	104	109	112
其他非流动资产	1705	1750	1803	1859
非流动资产合计	2386	2523	2728	3103
资产总计	5612	6733	8484	10652
短期借款	810	869	933	996
应付票据及应付账款	1371	1524	1760	2017
合同负债	223	329	373	467
其他流动负债	795	948	1138	1384
流动负债合计	3199	3670	4204	4863
长期借款	60	139	215	297
应付债券	0	85	193	317
其他非流动负债	112	112	112	112
非流动负债合计	172	336	519	726
负债合计	3371	4006	4723	5589
股本	773	773	773	773
资本公积	176	176	176	176
留存收益	1487	1928	2916	4152
归属母公司股东权益	2130	2571	3559	4795
少数股东权益	111	156	201	268
股东权益合计	2242	2727	3760	5063
负债和股东权益合计	5612	6733	8484	10652
现金流量表 (单位: 百万元)				
指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流量	860	827	1135	1334
净利润	737	849	1033	1303
折旧摊销	80	109	155	179
营运资金变动	71	-171	-122	-205
其他	-28	41	68	57
投资活动现金流量	152	-225	-355	-526
资本支出	-136	-263	-361	-555
投资变动	53	8	-14	-7
其他	235	30	20	36
筹资活动现金流量	-1113	-200	175	184
债权融资	-525	224	247	269
股权融资	145	0	0	0
其他	-733	-424	-73	-85
现金净流量	-105	401	954	992

利润表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9426	11610	14031	17264
营业成本	7757	9471	11397	13984
营业税金及附加	33	48	59	78
销售费用	323	460	557	734
管理费用	333	427	533	659
研发费用	71	96	129	154
财务费用	39	43	42	27
资产减值损失	-21	-12	-20	-13
投资收益	46	30	20	36
公允价值变动损益	137	0	0	0
营业利润	944	1098	1340	1684
营业外收支净额	10	3	7	7
利润总额	954	1101	1347	1692
所得税	218	253	314	389
净利润	737	849	1033	1303
少数股东损益	25	44	45	67
归属母公司股东净利润	712	804	988	1236
主要指标				
指标	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力指标				
毛利率	17.7%	18.4%	18.8%	19.0%
净利率	7.5%	6.9%	7.0%	7.2%
净资产收益率	33.4%	31.3%	27.8%	25.8%
资产回报率	12.7%	11.9%	11.6%	11.6%
投资回报率	19.3%	22.2%	20.5%	19.3%
成长能力指标				
营业收入增长率	45.8%	23.2%	20.9%	23.0%
EBIT 增长率	19.9%	40.6%	23.2%	22.0%
归母净利润增长率	76.7%	13.0%	22.8%	25.1%
每股指标 (元)				
每股收益	0.92	1.04	1.28	1.60
每股净资产	2.76	3.33	4.61	6.20
每股经营现金流	1.11	1.07	1.47	1.73
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	1.68	1.72	1.65	1.62
应收账款周转率	7.27	10.75	7.33	10.04
存货周转率	11.96	7.93	11.60	8.20
偿债能力指标				
资产负债率	60.1%	59.5%	55.7%	52.5%
流动比率	1.01	1.15	1.37	1.55
速动比率	0.66	0.67	1.00	1.07
估值指标				
P/E	9.44	8.35	6.80	5.43
P/B	3.15	2.61	1.89	1.40
EV/EBITDA	10.61	5.59	4.01	2.92

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断