

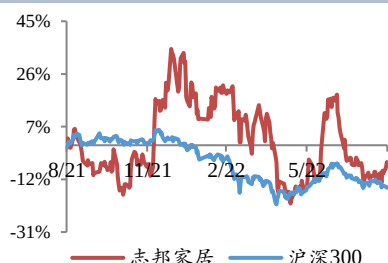
22H1 零售端韧性十足，渠道逆势扩张

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-31

收盘价（元） 21.63
近 12 个月最高/最低（元） 31.06/18.18
总股本（百万股） 312
流通股本（百万股） 308
流通股比例（%） 98.79
总市值（亿元） 67
流通市值（亿元） 67

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. 第二、三品类高速增长，品类矩阵协同成熟 2022-04-29
2. Q3 利润增长放缓，衣柜收入高增，大宗盈利承压 2021-10-25

主要观点：

- **事件：公司发布 2022 年半年报。**公司 22H1 实现营收 20.35 亿元，同比+6.66%，归母净利润 1.58 亿元，同比+3.96%。单季度来看，22Q2 公司实现营收 12.77 亿元，同比+4.14%，归母净利润 1.06 亿元，同比+5.26%。
- **衣柜、木门表现靓丽，门店逆势扩张。**公司坚持多渠道发展与全品类扩张，上半年在疫情与地产低迷等多重影响下仍实现 C 端业务正增长。**品类方面**，22H1 公司橱柜/衣柜/木门业务分别实现营收 10.17/8.34/0.74 亿元，同比分别-6.47%/+22.53%/+146.7%。**渠道方面**，22H1 经销/自营/大宗营收分别 12.41/1.69/4.74 亿元，同比分别+9.7%/34.4%/-9.2%。
1) 零售：公司上半年逆势扩张线下门店，强化橱柜门店下沉与完善衣柜空白市场布局，其中橱柜/衣柜/木门净新增门店分别 54/99/255 家。
2) 整装：公司通过与全国、区域性头部装企合作的方式深化整装渠道拓展，上半年发布“超级邦”装企服务战略，全方位赋能装企，加速整装布局。
3) 大宗：积极巩固拓展优质客户，进一步完善风控体系。此外，疫情期间公司加强线上渠道营销引流投入，销售费用率同比提升 1.24pct。
- **盈利环比改善，看好疫后需求回暖。**公司上半年在疫情、原材料成本上涨等影响下，毛利率同比-0.73pct 至 36.26%。分品类看，橱柜/衣柜/木门毛利率同比分别-0.61/+2.21/-5.99pct 至 41.19%/35.38%/10.74%。单季度来看，22Q2 毛利率/净利率分别 36.96%/8.34%，其中毛利率同比/环比-0.31/+1.88pct，净利率同比/环比+0.09/+1.58pct，费用管控成效初显，盈利季度环比改善。公司通过多品类协同发展，立足华东布局全国市场，加大空白市场产能建设，同时积极开展整装渠道拓展，下半年将通过设立“超级邦”区域服务中心进一步赋能装企，看好 22H2 在地产政策宽松背景下，公司业绩随疫后家装需求复苏而回暖。预计公司 22-24 年归母净利润分别 5.54/6.71/8.21 亿元，同比分别+9.5%/21.2%、22.3%；对应 PE 分别 12.2X/10.07X/8.23X，维持“买入”评级。

风险提示

地产政策调控，原材料价格大幅波动、市场竞争加剧、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	5153	5974	7113	8402
收入同比 (%)	34.2%	15.9%	19.1%	18.1%
归属母公司净利润	506	554	671	821
净利润同比 (%)	27.8%	9.5%	21.2%	22.3%
毛利率 (%)	36.2%	35.6%	34.9%	35.0%
ROE (%)	19.5%	17.6%	17.6%	17.7%
每股收益 (元)	1.62	1.77	2.15	2.63
P/E	18.78	12.20	10.07	8.23
P/B	3.67	2.15	1.77	1.46
EV/EBITDA	13.41	8.24	6.40	4.63

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	2787	3228	4094	5244	营业收入	5153	5974	7113	8402
现金	668	847	1304	2014	营业成本	3285	3847	4630	5461
应收账款	147	174	206	244	营业税金及附加	40	48	56	66
其他应收款	158	163	202	236	销售费用	756	926	1067	1244
预付账款	49	73	82	99	管理费用	232	299	327	361
存货	388	480	567	673	财务费用	-7	-8	-13	-13
其他流动资产	1378	1490	1733	1979	资产减值损失	-43	-1	-1	-1
非流动资产	2511	2761	3031	3242	公允价值变动收益	5	0	0	0
长期投资	36	38	37	38	投资净收益	-1	7	5	7
固定资产	1465	1749	1963	2163	营业利润	552	602	729	892
无形资产	232	279	351	411	营业外收入	3	0	0	0
其他非流动资产	778	694	680	631	营业外支出	5	0	0	0
资产总计	5298	5988	7125	8486	利润总额	550	602	729	892
流动负债	2426	2562	3028	3569	所得税	44	48	58	71
短期借款	295	0	0	0	净利润	506	554	671	821
应付账款	485	597	707	838	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1646	1965	2321	2730	归属母公司净利润	506	554	671	821
非流动负债	281	281	281	281	EBITDA	697	743	886	1071
长期借款	200	200	200	200	EPS (元)	1.62	1.77	2.15	2.63
其他非流动负债	81	81	81	81	主要财务比率				
负债合计	2707	2844	3309	3850	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	312	312	312	312	营业收入	34.2%	15.9%	19.1%	18.1%
资本公积	806	806	806	806	营业利润	26.5%	9.1%	21.2%	22.3%
留存收益	1473	2026	2697	3518	归属于母公司净利	27.8%	9.5%	21.2%	22.3%
归属母公司股东权	2591	3145	3816	4636	获利能力				
负债和股东权益	5298	5988	7125	8486	毛利率 (%)	36.2%	35.6%	34.9%	35.0%
现金流量表					净利率 (%)	9.8%	9.3%	9.4%	9.8%
单位:百万元					ROE (%)	19.5%	17.6%	17.6%	17.7%
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	ROIC (%)	16.1%	14.9%	15.0%	15.3%
经营活动现金流	496	933	966	1192	偿债能力				
净利润	506	554	671	821	资产负债率 (%)	51.1%	47.5%	46.4%	45.4%
折旧摊销	155	200	230	264	净负债比率 (%)	104.5%	90.4%	86.7%	83.0%
财务费用	19	14	12	12	流动比率	1.15	1.26	1.35	1.47
投资损失	1	-7	-5	-7	速动比率	0.58	0.67	0.74	0.86
营运资金变动	-229	170	56	100	营运能力				
其他经营现金流	778	385	616	722	总资产周转率	0.97	1.00	1.00	0.99
投资活动现金流	-516	-445	-497	-470	应收账款周转率	35.02	34.29	34.53	34.45
资本支出	-515	-450	-502	-476	应付账款周转率	6.77	6.44	6.55	6.51
长期投资	-45	-1	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	44	7	5	7	每股收益	1.62	1.77	2.15	2.63
筹资活动现金流	179	-310	-12	-12	每股经营现金流薄)	1.59	2.99	3.09	3.82
短期借款	187	-295	0	0	每股净资产	8.30	10.07	12.22	14.85
长期借款	200	0	0	0	估值比率				
普通股增加	89	0	0	0	P/E	18.78	12.20	10.07	8.23
资本公积增加	-113	0	0	0	P/B	3.67	2.15	1.77	1.46
其他筹资现金流	-183	-14	-12	-12	EV/EBITDA	13.41	8.24	6.40	4.63
现金净增加额	157	179	457	710					

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。