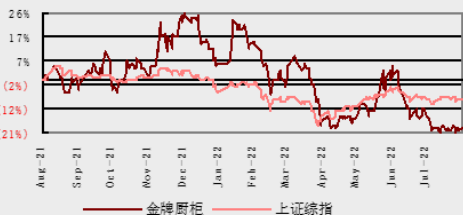


603180.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 24.12

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(33.9)	(5.8)	(4.1)	(21.0)
相对上证指数	(23.1)	(5.4)	(7.6)	(13.0)

发行股数(百万)	154
流通股(%)	93
总市值(人民币 百万)	3,721
3个月日均交易额(人民币 百万)	38
主要股东(%)	
厦门市建滔集团有限公司	41

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以 2022 年 8 月 30 日收市价为标准

**中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格**
轻工制造: 家用轻工
证券分析师: 郝帅

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521030002

联系人: 杨雨钦

(8610)66229231

yuqin.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300121080061

金牌厨柜

新品放量驱动H1 稳健增长, 期待盈利水平回升

公司于 8 月 29 日公布 2022 年半年报, H1 收入 14.3 亿元, 同增 7.8%, 归母净利润 0.9 亿元, 同增 6.7%, 扣非净利润 0.4 万元, 同降 5.7%, 业绩小幅承压。公司多渠道多品类战略有望驱动公司持续成长, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 厨柜稳健, 衣柜木门维持高增趋势。**分产品看, 公司厨柜业务收入 9.8 亿元, 同降 2.3%, 整体保持稳健, 期末门店数量为 1771 家, 较年初增长 51 家。衣柜业务收入 3.6 亿元, 同增 32.0%。衣柜业务保持高速增长一方面系公司依托定制厨柜核心品类优势, 卫浴、阳台、沙发等配套品, 匹配更多消费需求, 提升客单值, 同时衣柜门店数仍保持快速增长, 同增 106 家至 1025 家。木门业务收入同增 135.8%至 0.5 亿元, 仍处于高速扩张阶段。多品类扩张驱动收入稳健增长。
- 分渠道看, 零售大宗业务保持稳健增长。**经销渠道收入 7.3 亿元, 同增 6.3%, 主要系公司积极推进渠道下沉变革, 持续强化零售渠道覆盖。同时家装渠道方面, 公司强化品类协同, 积极推动零售经销商与各地头部家装企业开展合作。同时加快家装、整装招商建店。大宗渠道收入 4.8 亿元, 同增 6.6%, 保持逆势增长。公司在强化风险管理的基础上, 加大优质地产客户资源的获取, 未来有望维持长期良性增长。
- 毛利率逆势增长, 期待净利率回升。**H1 毛利率为 28.9%, 同增 1.2pct, 实现逆势增长, 公司持续优化供应链实现降本增效, 同时衣柜木门业务规模效应持续释放。期间费用率小幅上涨, 主要系公司加大新产品渠道推广力度, 疫情影响费用投放效果, 公司净利率同降 0.2pct 至 6.3%。公司盈利能力在 Q2 有所下降, 期待疫情后逐步回升。H1 经营性现金流为 -0.7 亿元, 同比有所下降, 主要系存货与应收款项受疫情影响有所增长。
- 期待多品牌多渠道战略持续发力。**零售方面, 公司坚定进行品类融合, 依托明星厨柜带动衣柜木门快速放量, 新品类仍处于快速扩张阶段, 传统零售渠道有望保持稳健发展, 同时整装等新渠道有望构筑第二成长曲线。我们看好公司在多元产品渠道驱动下提升市场份额。

估值

- 当前股本下, 考虑疫情反复影响 H1 业绩, 我们下调 2022 至 2024 年 EPS 至 2.59/3.07/3.61 亿元; 市盈率分别为 9/8/7 倍。维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 行业竞争加剧、新品拓展不达预期、原材料价格波动。

投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	2,640	3,448	4,236	5,137	6,063
变动(%)	24	31	23	21	18
净利润(人民币 百万)	293	338	400	474	557
全面摊薄每股收益(人民币)	1.90	2.19	2.59	3.07	3.61
变动(%)	(21.8)	(23.6)	18.4	18.4	17.8
原先预测摊薄每股收益(人民币)			2.85	3.37	3.97
调整幅度(%)			(9.1)	(8.9)	(9.1)
全面摊薄市盈率(倍)	12.7	11.0	9.3	7.9	6.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	2,640	3,448	4,236	5,137	6,063
销售成本	(1,793)	(2,417)	(2,967)	(3,605)	(4,268)
经营费用	(378)	(475)	(592)	(629)	(704)
息税折旧前利润	469	555	678	903	1,091
折旧及摊销	(75)	(97)	(115)	(213)	(263)
经营利润(息税前利润)	394	458	563	689	827
净利息收入/(费用)	(0)	4	2	3	3
其他收益/(损失)	60	83	83	83	84
税前利润	331	368	435	516	606
所得税	(39)	(33)	(39)	(46)	(55)
少数股东权益	1	3	4	4	5
净利润	293	338	400	474	557
核心净利润	291	335	396	469	552
每股收益(人民币)	1.90	2.19	2.59	3.07	3.61
核心每股收益(人民币)	1.90	2.19	2.59	3.07	3.61
每股股息(人民币)	0.818	0.000	0.648	0.768	0.903
收入增长(%)	24	31	23	21	18
息税前利润增长(%)	22	16	23	22	20
息税折旧前利润增长(%)	21	18	22	33	21
每股收益增长(%)	(22)	(24)	18	18	18
核心每股收益增长(%)	(21)	(23)	18	18	17

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	331	368	435	516	606
折旧与摊销	75	97	115	213	263
净利息费用	8	5	8	8	8
运营资本变动	291	(44)	78	64	(71)
税金	(41)	(36)	(43)	(51)	(60)
其他经营现金流	9	14	(119)	(138)	(158)
经营活动产生的现金流	673	403	473	612	588
购买固定资产净值	(205)	(375)	(62)	(65)	(68)
投资减少/增加	23	18	18	18	18
其他投资现金流	(689)	(120)	(516)	(613)	(729)
投资活动产生的现金流	(872)	(477)	(560)	(660)	(779)
净增权益	141	617	1,111	1,263	1,418
净增债务	78	200	0	0	0
支付股息	84	0	100	118	139
其他融资现金流	(242)	(369)	(658)	(748)	(807)
融资活动产生的现金流	42	372	68	107	213
现金变动	(157)	299	(18)	59	22
期初现金	662	468	760	742	801
公司自由现金流	(191)	(64)	(77)	(37)	(180)
权益自由现金流	(115)	135	(78)	(39)	(182)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	468	760	742	801	823
应收帐款	134	180	0	0	0
库存	299	471	473	639	652
其他流动资产	54	63	55	71	75
流动资产总计	1,884	2,476	2,942	3,533	3,841
固定资产	865	1,240	1,302	1,291	1,257
无形资产	125	124	123	121	120
其他长期资产	48	149	166	185	206
长期资产总计	1,602	2,040	1,918	2,014	2,115
总资产	3,486	4,516	4,860	5,547	5,956
应付帐款	781	864	0	0	0
短期债务	133	333	333	333	333
其他流动负债	676	819	1,748	2,047	2,007
流动负债总计	1,589	2,016	2,081	2,380	2,340
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	63	80	56	56	56
股本	103	154	154	154	154
储备	1,741	2,226	2,559	2,946	3,396
股东权益	1,834	2,420	2,723	3,110	3,560
少数股东权益	8	10	10	10	10
总负债及权益	3,486	4,516	4,860	5,547	5,956
每股帐面价值(人民币)	17.76	15.68	17.65	20.16	23.08
每股有形资产(人民币)	16.08	14.50	16.32	18.65	21.33
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.24)	(2.77)	(2.65)	(3.03)	(3.18)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	17.8	16.1	16.0	17.6	18.0
息税前利润率(%)	14.9	13.3	13.3	13.4	13.6
税前利润率(%)	12.5	10.7	10.3	10.0	10.0
净利率(%)	11.0	9.6	9.3	9.0	9.0
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.4	1.5	1.6
利息覆盖率(倍)	312.5	376.0	440.2	414.7	382.9
速动比率(倍)	1.0	1.0	1.2	1.2	1.4
估值					
市盈率(倍)	12.7	11.0	9.3	7.9	6.7
核心业务市盈率(倍)	12.7	11.0	9.3	7.9	6.7
市净率(倍)	1.4	1.5	1.4	1.2	1.0
价格/现金流(倍)	3.7	9.2	7.9	6.1	6.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.2	5.9	4.9	3.6	3.0
周转率					
存货周转天数	54.96	57.86	57.77	55.99	54.90
应收帐款周转天数	15.52	16.38	16.36	15.65	15.00
应付帐款周转天数	137.01	123.51	105.88	100.00	92.31
回报率					
股息支付率(%)	29.1	0.0	25.5	25.5	25.4
净资产收益率(%)	31.7	27.4	28.8	29.9	30.8
资产收益率(%)	18.2	18.4	21.1	22.6	25.3
已运用资本收益率(%)	7.3	6.0	6.4	6.7	7.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371