

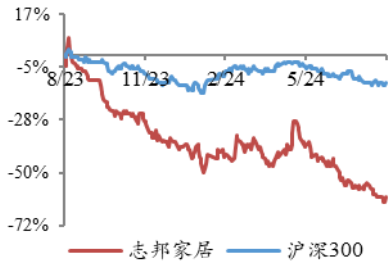
24H1 业绩承压，大宗与海外渠道稳增

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-30

收盘价(元)	9.83
近12个月最高/最低(元)	28.37/9.26
总股本(百万股)	437
流通股本(百万股)	432
流通股比例(%)	99.00
总市值(亿元)	43
流通市值(亿元)	42

公司价格与沪深300走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucai@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

相关报告

1. 品类渠道多元开拓，大家居战略稳步推进 2024-07-15

主要观点：

● 事件：公司发布2024年半年度报告，业绩承压

公司发布2024年半年度报告，2024H1实现营业收入22.12亿元，同比下降3.85%；实现归母净利润1.49亿元，同比下降17.05%；实现扣非归母净利润1.26亿元，同比下降23.74%。2024Q2实现营业收入13.92亿元，同比下降6.88%；实现归母净利润1.02亿元，同比下降20.54%；实现扣非归母净利润0.87亿元，同比下降28.63%。

● 木门业务收入持续增长，大宗与海外渠道实现较快增速

分产品看，2024H1整体厨柜/定制衣柜/木门/其他分别实现营业收入9.66/9.28/1.39/1.78亿元，分别同比-3.73%/-5.86%/+6.88%/-1.23%。公司从2018年开始布局门墙业务，历经5年的市场开拓与渠道布局，截至24H1全国拥有1120家门墙产品门店，业务体量持续扩大。分渠道看，2024H1直营店/经销店/大宗业务/海外业务/其他分别实现营业收入1.75/11.66/6.06/0.86/1.78亿元，分别同比-8.18%/-10.90%/+8.22%/+42.69%/-1.23%。公司在大宗业务方面变中求进，积极开发适老公寓、企业事业公寓、人才公寓、工程高定等产品，并与全球知名企业建立合作，在住宅、公寓、文旅、酒店、适老等地产业态方面积累了丰富的经验，推动业绩稳步增长；同时布局新兴海外市场，积极探索海外零售业务模式，自2014年走向国际市场，目前大宗业务涉及北美、中东、澳洲、东南亚等地区，实现海外业务高速增长。截至2024年6月30日，公司拥有各品类经销商共2900+家，整体橱柜经销商门店/定制衣柜经销商门店/木门墙板经销商门店/直营门店数量分别为1798/1993/1120/20家，较2023年末分别同比增加83/142/137/-15家，已形成整家销售格局。

● 衣柜毛利率提升，综合毛利率水平有所下滑

2024H1/2024Q2，公司综合毛利率分别为36.69%/36.37%，分别同比-0.32/-1.04个百分点。分产品看，2024H1整体厨柜/定制衣柜/木门/其他毛利率分别为38.77%/40.86%/17.20%/18.86%，分别同比-0.47/+1.83/-0.68/-5.86个百分点。分渠道看，2024H1直营店/经销店/大宗业务/海外业务/其他毛利率分别为69.25%/35.99%/35.52%/25.21%/18.6%，分别同比+0.11/-0.31/+2.22/+10.83/-5.86个百分点。

● 市场服务费增长推动销售费用率提升，归母净利率有所降低

2024H1销售/管理/研发/财务费用率分别为16.86%/6.82%/5.86%/-0.10%，分别同比+1.83/+1.20/+0.11/+0.25个百分点。销售费用增长主要系市场竞争加剧公司投入广告装饰费及市场服务费同比增长所致；管理费用增长主要系公司股权激励产生的股份支付同比增长所致；研发费用降低主要系研发材料投入下降所致，财务费用增长主要系利息收支合计同比增长及汇兑损益增长所致。2024H1归母净利率为6.72%，同比降低1.07个百分点，主要系费用率提升所致。

● 投资建议

公司稳步推进大家居战略，基本盘厨柜业务稳定增长，衣柜、木门业务处在快速发展期，规模效应有望驱动衣柜、木门毛利率提升；大宗渠道变中求进稳中求新，经销渠道积极布局华南市场，清远基地投产有望贡献明显收益，并持续进行渠道下沉，推动融合门店落地。基于公司 24H1 业绩承压，我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 61.21/66.19/70.43 亿元（前值为 67.82/76.25/83.99 亿元），分别同比增长 0.1%/8.1%/6.4%；归母净利润分别为 5.43/6.22/7.02 亿元（前值为 6.63/7.46/8.44 亿元），分别同比-8.8%/+14.6%/+12.8%。截至 2024 年 8 月 30 日总股本及收盘市值对应 EPS 分别为 1.24/1.42/1.61 元，对应 PE 分别为 7.91/6.90/6.12 倍。维持“买入”评级。

● **风险提示**

经济波动带来的风险，房地产市场风险，市场竞争加剧的风险，原材料价格波动的风险，经销商管理风险，应收账款、应收票据、合同资产无法收回的风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6116	6121	6619	7043
收入同比 (%)	13.5%	0.1%	8.1%	6.4%
归属母公司净利润	595	543	622	702
净利润同比 (%)	10.8%	-8.8%	14.6%	12.8%
毛利率 (%)	37.1%	37.1%	37.3%	37.5%
ROE (%)	18.1%	15.2%	16.0%	16.6%
每股收益 (元)	1.36	1.24	1.42	1.61
P/E	12.30	7.91	6.90	6.12
P/B	2.23	1.20	1.11	1.02
EV/EBITDA	7.57	4.40	3.47	2.65

资料来源：wind，华安证券研究所（以 2024 年 8 月 30 日收盘价计算）

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	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3469	3711	4241	4796	营业收入	6116	6121	6619	7043
现金	863	1342	1842	2406	营业成本	3849	3852	4152	4406
应收账款	225	183	159	124	营业税金及附加	56	61	66	70
其他应收款	101	99	101	106	销售费用	890	998	1043	1102
预付账款	54	50	52	53	管理费用	295	355	371	387
存货	220	244	218	190	财务费用	-9	-22	-37	-52
其他流动资产	2007	1794	1869	1918	资产减值损失	-122	30	-40	-40
非流动资产	2918	2927	2962	2979	公允价值变动收益	16	0	0	0
长期投资	169	169	169	169	投资净收益	26	-3	20	21
固定资产	1450	1480	1486	1469	营业利润	619	568	650	733
无形资产	262	304	346	388	营业外收入	9	5	6	7
其他非流动资产	1038	975	961	953	营业外支出	6	5	5	5
资产总计	6387	6638	7203	7775	利润总额	622	568	651	735
流动负债	2861	2783	2996	3176	所得税	27	26	29	33
短期借款	130	180	230	280	净利润	595	543	622	702
应付账款	591	567	600	624	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	2140	2036	2166	2272	归属母公司净利润	595	543	622	702
非流动负债	238	277	327	377	EBITDA	888	753	839	925
长期借款	124	174	224	274	EPS (元)	1.36	1.24	1.42	1.61
其他非流动负债	114	103	103	103					
负债合计	3099	3060	3322	3553					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	437	437	437	437	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	671	696	696	696	成长能力				
留存收益	2181	2445	2748	3089	营业收入	13.5%	0.1%	8.1%	6.4%
归属母公司股东权益	3288	3578	3880	4222	营业利润	7.5%	-8.3%	14.5%	12.8%
负债和股东权益	6387	6638	7203	7775	归属于母公司净利	10.8%	-8.8%	14.6%	12.8%
					获利能力				
					毛利率 (%)	37.1%	37.1%	37.3%	37.5%
					净利率 (%)	9.7%	8.9%	9.4%	10.0%
					ROE (%)	18.1%	15.2%	16.0%	16.6%
					ROIC (%)	18.5%	13.2%	13.5%	13.6%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	48.5%	46.1%	46.1%	45.7%
					净负债比率 (%)	94.2%	85.5%	85.6%	84.2%
					流动比率	1.21	1.33	1.42	1.51
					速动比率	0.57	0.74	0.85	0.97
					营运能力				
					总资产周转率	1.01	0.94	0.96	0.94
					应收账款周转率	28.34	30.06	38.74	49.71
					应付账款周转率	6.58	6.65	7.12	7.20
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.36	1.24	1.42	1.61
					每股经营现金流(薄)	1.73	1.61	2.22	2.46
					每股净资产	7.53	8.20	8.89	9.67
					估值比率				
					P/E	12.30	7.91	6.90	6.12
					P/B	2.23	1.20	1.11	1.02
					EV/EBITDA	7.57	4.40	3.47	2.65

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (以 2024 年 8 月 30 日收盘价计算)

分析师与研究助理简介

分析师：徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师：余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

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达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。