

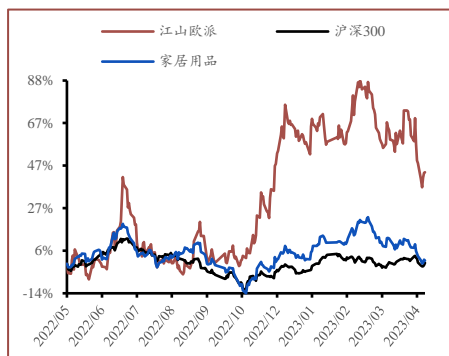
竣工回暖支撑需求，Q1 营收业绩双增

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(维持)

基本数据	2023-04-28
收盘价(元)	55.80
流通股本(亿股)	1.37
每股净资产(元)	10.54
总股本(亿股)	1.37

最近 12 月市场表现



分析师 毕春晖

SAC 证书编号: S0160522070001

bich@ctsec.com

相关报告

1. 《渠道裂变，紧抓家装，开启二次成长》 2023-02-01

核心观点

- ❖ **事件：**公司 2022 年营收 32.09 亿元，同增 1.63%；归母净利润-2.99 亿元，同降 216.20%；扣非后归母净利润为-3.74 亿元，同降 273.33%。公司 2023Q1 营收 6.82 亿元，同升 38.98%；归母净利润 0.59 亿元，同比变动 5.64%；扣非后归母净利润 0.38 亿元，同增 361.98%。
- ❖ **需求回暖渠道拓展，Q1 营收业绩双增。**从需求看，2023Q1 竣工面积为 1.94 亿平，同比提升 14.73%，竣工数据率先触底且大幅回升；而从前端销售数据看，2023Q1 地产销售面积 2.99 亿平，同比下降 3.54%，降幅较 2022 年末收窄 28.07pct，2023Q1 重点 15 城二手房成交面积同增超过 50%，回升至 2019 年以来同期高位。竣工好转带来需求回暖，加之保交楼持续推动，2023Q1 公司营收扣非业绩双增，分别同比增长 38.98%与 361.98%。
- ❖ **规模提升摊销加速，公司利润率回升。**2023Q1 公司毛利率为 21.67%，扣非净利率为 5.61%，同比上升 3.92pct，主要系下游竣工加速，需求转好下收入规模大幅增长，成本费用进一步摊销，利润得到释放。2023Q1 公司期间费用率为 13.74%，同比下降 7.19pct。其中，销售费用率为 7.18%，同比下降 5.13pct，管理费用率（含研发）为 6.08%，同比下降 2.30pct，财务费用率为 0.48%，同比上升 0.25pct。
- ❖ **控风险抓回款，现金流持续改善中。**自 2021 年以来，公司为应对下游地产客户风险以及保证自身现金流安全，对直营工程客户基本按合同约定的进度收款，对代理工程客户采用款清发货的结算方式。2022 年，公司收现比提升为 109.31，2021 年同期为 95.15；公司经营活动产生的现金流量净额为 5.23 亿元，2021 年同期为-0.18 亿元，同比增加净流入 5.41 亿元。再看 2023Q1，公司收现比提升至 117.59，公司经营活动产生的现金流量净额为-0.34 亿元，2022 年同期为-1.46 亿元。公司现金流的持续好转，在房地产行业复苏、工程渠道需求恢复时支撑公司加速发展。
- ❖ **紧跟渠道，侧重家装，开启二次成长。**近年来，公司积极调整和优化渠道；经销渠道方面，公司紧跟家装市场发展趋势，推行各类经销商同步开拓的业务模式，零售经销商数量提升至 2022 年的 2.4 万余家，收入占比提升至 2022 年 27.3%；工程渠道方面，为保证现金流安全公司从直销为主转变为直销和代理共同发展，截止 2022 年工程代理商数量达到 470 余家；公司持续优化渠道结构，在规避风险的同时实现高质量快速发展。除发展主业木门业务外，公司合作央企积极发展多元化业务，切入防火门、入户门、柜类等具有协同性的领域，2022 年公司多元业务（柜类+其他）收入规模为 3.83 亿元，占比为 11.94%。

❖ **投资建议：**我们预计 2023-2025 年公司分别实现归母净利润 3.95/4.87/6.77 亿元，同比增长 232.3%/23.3%/38.9%，最新收盘价对应 PE 为 19.3 x /15.7 x /11.3x ，维持“增持”评级。

❖ **风险提示：**宏观经济下行风险、地产市场超预期下滑、原材料价格上涨风险。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	3157	3209	4546	5767	7040
收入增长率(%)	4.8	1.6	41.7	26.9	22.1
归母净利润(百万元)	257	-299	395	487	677
净利润增长率(%)	-39.7	-216.2	232.3	23.3	38.9
EPS(元/股)	1.9	-2.2	2.9	3.6	5.0
PE	33.6	—	19.3	15.7	11.3
ROE(%)	13.9	-21.1	22.4	21.6	23.1
PB	3.6	5.9	4.3	3.4	2.6

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3157.31	3208.92	4545.77	5767.11	7040.23	成长性					
减:营业成本	2238.64	2443.44	3413.51	4322.34	5262.53	营业收入增长率	4.8%	1.6%	41.7%	26.9%	22.1%
营业税费	20.43	22.00	29.55	36.33	42.95	营业利润增长率	-45.0%	-196.8%	263.2%	23.4%	39.0%
销售费用	263.63	300.82	363.66	449.83	528.02	净利润增长率	-39.7%	-216.2%	232.3%	23.3%	38.9%
管理费用	99.15	93.97	127.28	155.71	186.57	EBITDA 增长率	-33.8%	-131.7%	654.4%	20.4%	19.9%
研发费用	121.27	123.52	172.74	216.27	260.49	EBIT 增长率	-41.9%	-177.3%	322.7%	26.9%	24.8%
财务费用	6.75	11.49	17.59	48.89	-6.12	NOPLAT 增长率	-38.2%	-193.9%	-283.3%	26.9%	24.8%
资产减值损失	-12.70	-20.25	-18.18	-23.07	-28.16	投资资本增长率	35.8%	-19.8%	17.0%	20.2%	23.3%
加:公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	5.4%	-22.8%	24.6%	27.5%	29.9%
投资和汇兑收益	-27.17	-18.06	-22.73	-28.84	-35.20	利润率					
营业利润	285.10	-276.08	450.54	555.85	772.45	毛利率	29.1%	23.9%	24.9%	25.1%	25.3%
加:营业外净收支	0.89	-2.76	0.50	0.50	0.50	营业利润率	9.0%	-8.6%	9.9%	9.6%	11.0%
利润总额	285.99	-278.84	451.04	556.35	772.95	净利率	8.2%	-9.5%	9.0%	8.7%	9.9%
减:所得税	27.39	27.44	43.20	53.29	74.03	EBITDA/营业收入	13.1%	-4.1%	16.0%	15.2%	14.9%
净利润	256.90	-298.51	394.79	486.97	676.55	EBIT/营业收入	10.1%	-7.7%	12.1%	12.1%	12.4%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	996.89	1111.94	-140.14	2060.23	1149.63	固定资产周转天数	118	153	94	64	43
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	23	-56	98	-22	72
应收帐款	941.05	744.28	1432.84	1218.47	1948.74	流动资产周转天数	347	306	350	321	363
应收票据	254.31	80.30	1636.99	445.57	1979.39	应收帐款周转天数	82	95	87	84	82
预付帐款	20.67	12.60	34.14	41.06	47.36	存货周转天数	70	69	75	73	70
存货	476.35	455.99	948.13	751.56	1243.75	总资产周转天数	490	513	416	395	384
其他流动资产	35.27	7.37	27.37	47.37	67.37	投资资本周转天数	307	242	200	189	191
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	13.9%	-21.1%	22.4%	21.6%	23.1%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.5%	-6.7%	6.5%	7.4%	8.0%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	10.9%	-12.7%	19.9%	21.0%	21.3%
固定资产	1020.87	1345.74	1174.50	1004.66	835.45	费用率					
在建工程	272.20	38.89	112.95	154.80	185.06	销售费用率	8.3%	9.4%	8.0%	7.8%	7.5%
无形资产	262.98	257.77	257.77	257.77	257.77	管理费用率	3.1%	2.9%	2.8%	2.7%	2.7%
其他非流动资产	15.11	5.93	5.93	5.93	5.93	财务费用率	0.2%	0.4%	0.4%	0.8%	-0.1%
资产总额	4676.87	4465.93	6033.13	6618.43	8406.79	三费/营业收入	11.7%	12.7%	11.2%	11.3%	10.1%
短期债务	82.01	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付帐款	364.68	496.35	527.70	672.95	686.54	资产负债率	59.2%	67.1%	69.6%	64.7%	63.9%
应付票据	724.89	806.90	1658.41	1343.21	2165.14	负权益比	145.4%	203.6%	229.3%	183.4%	177.1%
其他流动负债	13.22	22.29	42.29	62.29	82.29	流动比率	1.59	1.30	1.33	1.51	1.57
长期借款	80.64	73.44	73.44	73.44	73.44	速动比率	1.28	1.04	1.00	1.23	1.24
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	26.03	-10.43	12.10	15.35	19.16
负债总额	2770.84	2994.83	4200.80	4283.04	5372.48	分红指标					
少数股东权益	64.21	56.44	69.49	85.59	107.95	DPS(元)	1.96	2.00	0.00	0.00	0.00
股本	105.07	136.59	136.59	136.59	136.59	分红比率					
留存收益	1191.76	815.51	1163.69	1650.65	2327.20	股息收益率	3.1%	3.3%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1906.02	1471.10	1832.33	2335.39	3034.31	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	1.88	-2.19	2.89	3.57	4.95
净利润	256.90	-298.51	394.79	486.97	676.55	BVPS(元)	17.53	10.36	12.91	16.47	21.43
加:折旧和摊销	94.65	115.56	177.18	177.99	178.95	PE(X)	33.6	—	19.3	15.7	11.3
资产减值准备	142.80	559.70	38.18	43.07	48.16	PB(X)	3.6	5.9	4.3	3.4	2.6
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	13.12	22.71	45.38	45.38	45.38	P/S	2.1	2.6	1.7	1.3	1.1
投资收益	27.17	18.06	22.73	28.84	35.20	EV/EBITDA	15.4	-60.6	11.6	7.1	6.8
少数股东损益	1.70	-7.78	13.05	16.10	22.37	CAGR(%)					
营运资金的变动	-519.54	121.47	-1748.68	1526.25	-1796.64	PEG	—	—	0.1	0.7	0.3
经营活动产生现金流量	-17.86	522.93	-1057.86	2324.08	-790.53	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-383.77	-224.01	-102.22	-78.32	-74.69	REP					
融资活动产生现金流量	772.98	-253.64	-45.38	-45.38	-45.38						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

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。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及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价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。