

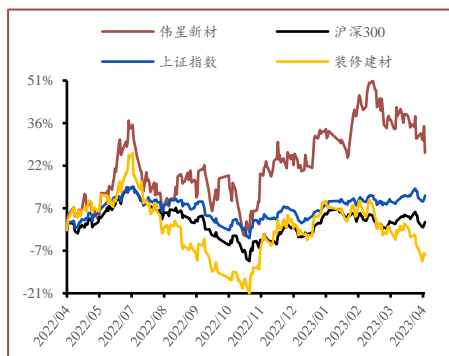
投资收益增厚 Q1 利润，需求回暖支撑全年业绩

■ 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)	22.13
流通股本(亿股)	14.54
每股净资产(元)	3.46
总股本(亿股)	15.92

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

- 《Q4 收入利润双增，零售龙头显实力》 2023-04-21
- 《Q4 业绩表现亮眼，原材料价格下行释放弹性》 2023-02-28
- 《同心一体，零售“破圈”》 2022-11-19

核心观点

- ❖ **事件：**公司 2023Q1 营收 8.96 亿元同降 10.87%；归母净利润 1.74 亿元同增 48.19%；扣非归母净利润 1.71 亿元同增 51.55%。
- ❖ **假期因素扰动收入，投资收益增厚利润：**收入端，2023Q1 收入同降 10.87% 主要系淡季需求较弱叠加春节假期影响。成本端，2023Q1 PVC 均价为 6348 元/吨同比-29%；PPR 均价为 8422 元/吨同比-11%，虽然促销对售价产生一定影响但成本回落带动公司毛利率同比+0.63pct 至 37.18%。费用端，2023Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.83%/7.14%/3.60%/-1.87%，分别同比变动 +2.52pct/+0.94pct/+0.48pct/-1.03pct，财务费用率减少较多主要系利息收入增加。此外，公司参与投资的基金东鹏合立取得较大投资收益，Q1 投资净收益 0.70 亿元同增 0.90 亿元，带动公司归母净利率同增 7.72pct 至 19.37%；若剔除扣税后投资收益，Q1 利润释放同比或有所承压。
- ❖ **原材料采购金额增加，经营现金流继续净流出：**2023Q1 公司经营活动现金流净流出 1.42 亿元同增 0.71 亿元净流出，主要系本期原材料采购增加。公司 2023Q1 收现比 121%同比+12pct；付现比 142%同比+28pct，公司现金回收能力良好。截至 Q1 末，公司应收账款及票据、存货、应付账款及票据、预收账款及合同负债为 4.20/9.84/4.35/4.40 亿元，较年初分别变动-5.47%/+10.37%/-0.82%/+7.38%。
- ❖ **需求回暖，渠道下沉，户数与户均或将双增：**2023 年以来新房温和回暖，2023Q1 销售面积同降 1.8%，降幅环比上月收窄 1.8pct；百城新房月均成交面积 3361 万方，同增 18.2%，较 2022Q4 增长 12.8%；二手房复苏较好，Q1 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，4 月以来二手房销售仍维持较高增长。公司持续下沉并率先与家装公司合作开拓户数，同心圆业务有望提升户均值，户均值、户数双增可期。
- ❖ **投资建议：**公司是管材行业零售龙头，渠道开拓 PPR 持续放量，同心圆业务与 PPR 管材形成协同效应，依托原有渠道进行推广，配套率提升增加户均销售额，新业务持续贡献业绩增量。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润为 15.34/17.69/20.34 亿元，2023-2025 年同比增速 18.21%/15.32%/15.02%，对应 EPS 分别为 0.96/1.11/1.28 元/股，最新收盘价对应 2023-2025 年 PE 分别 22.97x/19.92x/17.32x，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**新品类拓宽不及预期；行业竞争加剧；渠道拓宽不及预期等

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	6388	6954	8047	9246	10535
收入增长率(%)	25.13	8.86	15.72	14.90	13.94
归母净利润(百万元)	1223	1297	1534	1769	2034
净利润增长率(%)	2.58	6.06	18.21	15.32	15.02
EPS(元/股)	0.77	0.82	0.96	1.11	1.28
PE	31.58	26.02	22.97	19.92	17.32
ROE(%)	24.93	24.36	26.62	28.17	29.64
PB	7.89	6.38	6.12	5.61	5.13

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	6387.63	6953.64	8046.90	9245.75	10534.54	成长性					
减:营业成本	3845.99	4188.88	4829.58	5524.96	6268.47	营业收入增长率	25.1%	8.9%	15.7%	14.9%	13.9%
营业税费	48.13	57.97	64.38	73.97	84.28	营业利润增长率	3.9%	6.4%	18.3%	15.3%	15.0%
销售费用	597.44	749.62	865.04	993.92	1132.46	净利润增长率	2.6%	6.1%	18.2%	15.3%	15.0%
管理费用	337.87	278.35	321.88	369.83	421.38	EBITDA 增长率	11.9%	5.3%	12.9%	15.0%	15.0%
研发费用	184.54	189.20	217.27	249.64	284.43	EBIT 增长率	12.2%	5.4%	20.1%	14.9%	14.9%
财务费用	-45.91	-60.47	-62.91	-71.37	-79.74	NOPLAT 增长率	10.9%	5.5%	19.6%	14.9%	14.9%
资产减值损失	0.00	-29.24	-15.00	-10.00	-10.00	投资资本增长率	13.7%	10.8%	8.1%	9.0%	9.3%
加:公允价值变动收益	1.80	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	13.5%	10.4%	8.1%	9.0%	9.3%
投资和汇兑收益	-25.60	-17.41	-16.09	-18.49	-21.07	利润率					
营业利润	1441.37	1532.91	1813.43	2091.28	2405.36	毛利率	39.8%	39.8%	40.0%	40.2%	40.5%
加:营业外净收支	-1.59	2.13	0.00	0.00	0.00	营业利润率	22.6%	22.0%	22.5%	22.6%	22.8%
利润总额	1439.78	1535.04	1813.43	2091.28	2405.36	净利率	19.2%	18.9%	19.2%	19.2%	19.4%
减:所得税	211.37	224.00	272.01	313.69	360.80	EBITDA/营业收入	24.5%	23.7%	23.1%	23.1%	23.4%
净利润	1223.35	1297.48	1533.71	1768.70	2034.33	EBIT/营业收入	22.2%	21.5%	22.3%	22.4%	22.5%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	2410.04	3177.47	3612.95	4043.79	4586.20	固定资产周转天数	70	68	63	59	56
交易性金融资产	163.80	0.00	50.00	100.00	150.00	流动营业资本周转天数	25	21	16	15	11
应收账款	353.41	444.33	485.47	522.83	569.14	流动资产周转天数	246	259	254	247	243
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	18	21	21	20	19
预付帐款	78.37	138.53	96.59	110.50	125.37	存货周转天数	86	84	77	80	78
存货	1073.05	891.64	1159.35	1271.19	1425.15	总资产周转天数	341	346	327	313	303
其他流动资产	144.80	100.60	80.60	60.60	40.60	投资资本周转天数	282	287	269	255	244
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	24.9%	24.4%	26.6%	28.2%	29.6%
长期股权投资	482.62	278.48	228.48	198.48	168.48	ROA	19.0%	18.7%	20.0%	21.0%	21.9%
投资性房地产	5.95	5.31	5.31	5.31	5.31	ROIC	24.5%	23.3%	25.8%	27.2%	28.6%
固定资产	1226.83	1289.05	1383.45	1486.96	1607.41	费用率					
在建工程	94.84	65.50	85.50	105.50	125.50	销售费用率	9.4%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%
无形资产	255.32	285.73	278.73	271.73	264.73	管理费用率	5.3%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
其他非流动资产	0.00	27.70	27.70	27.70	27.70	财务费用率	-0.7%	-0.9%	-0.8%	-0.8%	-0.8%
资产总额	6436.20	6938.79	7673.11	8420.56	9284.50	三费/营业收入	13.9%	13.9%	14.0%	14.0%	14.0%
短期债务	0.00	14.02	14.02	14.02	14.02	偿债能力					
应付帐款	385.25	438.34	500.74	542.86	623.77	资产负债率	23.3%	21.5%	23.2%	23.8%	24.5%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负债权益比	30.4%	27.3%	30.2%	31.2%	32.4%
其他流动负债	65.78	53.21	73.21	93.21	113.21	流动比率	2.96	3.64	3.41	3.37	3.31
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	2.07	2.80	2.60	2.60	2.56
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	3473.67	1941.33	2821.84	2329.37	2088.15
负债总额	1500.90	1488.39	1781.50	2001.36	2270.74	分红指标					
少数股东权益	27.81	123.36	131.07	139.96	150.18	DPS(元)	0.60	0.60	0.69	0.79	0.91
股本	1592.11	1592.11	1592.08	1592.08	1592.08	分红比率					
留存收益	2972.34	3314.55	3748.26	4266.96	4851.30	股息收益率	2.5%	2.8%	3.1%	3.5%	4.1%
股东权益	4935.30	5450.40	5891.61	6419.20	7013.76	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)	0.77	0.82	0.96	1.11	1.28
净利润	1223.35	1297.48	1533.71	1768.70	2034.33	BVPS(元)	3.08	3.35	3.62	3.94	4.31
加:折旧和摊销	146.72	151.93	62.60	73.50	86.55	PE(X)	31.6	26.0	23.0	19.9	17.3
资产减值准备	5.58	37.81	24.00	20.00	20.00	PB(X)	7.9	6.4	6.1	5.6	5.1
公允价值变动损失	-1.80	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	1.44	-14.57	0.64	0.89	1.14	P/S	6.1	4.9	4.4	3.8	3.3
投资收益	25.60	17.21	16.09	18.49	21.07	EV/EBITDA	23.2	18.7	17.0	14.6	12.5
少数股东损益	5.07	13.56	7.71	8.89	10.22	CAGR(%)					
营运资金的变动	191.71	15.50	188.49	14.75	76.31	PEG	12.3	4.3	1.3	1.3	1.2
经营活动产生现金流量	1593.59	1530.82	1831.62	1903.37	2247.51	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-264.80	-103.78	-184.48	-226.64	-258.96	REP					
融资活动产生现金流量	-796.80	-873.73	-1095.84	-1245.89	-1446.14						

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。